بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة آل البيت

كلية إدارة المال والأعمال

قسم التمويل والمصارف

رسالة ماجستير بعنوان

أثر التغيرات التشريعية و التنظيمية على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية

The Effects of Regulatory and Legislative Changes on Market Capitalization for Amman Stock Exchange

إعداد الطالب

محمد نوح قسيم الشبول

الرقم الجامعي (**0720503004**)

إشراف الدكتور

محمود جرادات

الفصل الدراسي الثاني **2010/2009**

بسم الله الرحمن الرحيم

أثر التغيرات التشريعية و التنظيمية على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية

The Effects of Regulatory and Legislative Changes on Market Capitalization for Amman Stock Exchange

إعداد الطالب :

محمد نوح قسيم الشبول

الرقم الجامعي

0720503004

إشراف الدكتور

محمود جرادات

أعضاء لجنة المناقشة		التوقيع
د. محمود جرادات	مشرفا	....
د. جمعة عباد	عضوا	....
د. حسين الزيود	عضوا	....
د. خالد الزعبي	عضوا	....

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل و المصارف في كلية إدارة المال و الأعمال في جامعة آل البيت .

نوقشت و نوصي بإجازتها بتاريخ / / 2010م

الإهداء

إلى كل من يعمل مخلصا لوجه الله سبحانه وتعالى .

إلى رمز العطاء و القلب الكبير امي العزيزة .

إلى والدي الغالي وفاءً و عرفاناُ .

إلى. . . . . اخـــواني . . . . . . .و زملائـــي

الاعزاء .

أهدي هذا العمل المتواضع

الباحث

شكر و تقدير

بعد أن وفقني الله في إنهاء هذه الدراسة لا يسعني في هذه المناسبة إلا التقدم بجزيل الشكر و عظيم الامتنان الى الدكتور الفاضل محمود جرادات الذي كان لي مرشدا و موجها في هذا البحث و يسعدني أيضا ان اتقدم بالشكر الى الدكتور حسين الزيود الذي قدم لي المساعدة في إستخدام المفاهيم الإحصائية المناسبة ، و كذلك لا أنسى كل من الدكتور جمعة عباد و الدكتور خالد الزعبي لتفضلهما بقبول مناقشة هذه الرسالة فلهم مني كل الشكر والإمتنان.

الباحث

محمد الشبول

قائمة المحتويات

قائمة محتويات الجداول

ملخص الدراسة

أثر التغيرات التشريعية و التنظيمية على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية

إعداد

محمد نوح الشبول

إشراف

الدكتور محمود جرادات

على خلاف معظم الدراسات السابقة في هذا المجال ، و لبيان أثـر التغيـرات الـشريعية و التنظيمية على القيمة السوقية في بورصة فقد قام الباحث ببيان هذا الأثر لكل تغير تشريعي أو تنظيمي على حدا و ذلك لإمكانية تحديد اكثر التغيرات التشريعية و التنظيمية تأثيرا على القيمة السوقية للأوراق المالية .

هدفت هذه الدراسة الى بيان أثر التغيرات التشريعية و التنظيمية (إنشاء هيئة الأوراق المالية و إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و تعليمـات الإفـصاح و تعليمـات إدراج الأوراق المالية) التي شهدتها بورصة عمان للأوراق المالية علـى القيمـة الـسوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان و قد إعتمدت هذه الدراسة على تحليـل Simple Regression و لبيان هذا الأثر فقد قمنا بإدخال متغيرات وهمية Dummy Variable تعبر عن إصدار هذه التشريعات و إنشاء هيئة الأوراق المالية و قد تم التعبير عن هذه المتغيـرات المستقلة بطريقة كمية بحيث يأخذ هذا المتغير القيمة (صفر) قبل إصدار التشريع والقيمـة (1) بعد إصدار التشريع و كذلك بالنسبة لإنشاء هيئة الأوراق المالية .

و قد أظهرت نتائج الدراسة بأن هناك تفاوتا في تأثير التغيرات التشريعية و التنظيميـة علـى القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية ، ففيما يتعلق بالتغيرات التـشريعية و بالنـسبة لإصدار تعليمات جديدة للإفصاح و لإدراج الأوراق المالية في بورصة عمان فقـد أظهـرت النتائج أن إصدار هذه التعليمات كان له أثر على القيمة السوقية لبورصة عمان . اما بالنـسبة لإصدار تعليمات لترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهـن الماليـة فقـد أظهرت النتائج أن إصدار هذه التعليمات لم يكن له أثر على القيمة السوقية لبورصة عمـان للأوراق المالية .

أما فيما يتعلق بالتغيرات التنظيمية و بالنسبة لإنشاء هيئة الأوراق المالية تحديدا فقد أظهـرت النتائج أن إنشاء الهيئة كان له أثر ايجابي ذو دلالة احصائية على القيمة الـسوقية لبورصـة عمان للأوراق المالية.

الفصل التمهيدي

المقدمة :

تلعب أسواق المال دوراً اساسياً في تحقيق النمو الإقتصادي و من المعروف أن وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للإقتصاد إذ أنها توفر تمويل طويل الأجل و تخفض تكاليف التمويل كما توفر سيولة للإستثمارات .

و يعتبر وجود السوق المالي من الركائز الأساسية للتقدم الإقتصادي في أي دولة فهي المراة التي تعكس الوضع الإقتصادي في الدولة، فقد شهد عقد التسعينات إهتماما كبيرا بتطوير و تحديث الأطر التنظيمية و التشريعية التي تحكم عمل الأسواق المالية في الدول النامية.

و في هذا الصدد و في عام 1997 و ضمن الإطار العام لتحديث سوق رأس المال الأردني و إدخال إصلاحات شاملة و بهدف تحسين التشريعات و للوصول الى المعايير الدولية المعمول بها تم إصدار قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لعام 1997 و طبقاً لهذه الإصلاحات فقد تم فصل الدور الرقابي و التشريعي عن الدور التنفييذي للسوق و قد هدف هذا القانون الى إحداث نقلة نوعية في السوق بهدف النهوض به و بتشريعاته و مؤسساته و فق المعايير الدولية في هذا المجال كما تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 2002 و الذي يشمل تعديلات على القانون السابق .

و بموجب هذه القوانين تم إصدار تشريعات جديدة تتعلق بالإدراج و الإفصاح و بشركات الخدمات المالية ، كما تم إنشاء ثلاثة مؤسسات جديدة لإدارة السوق وهي هيئة الأوراق المالية و بورصة عمان و مركز إيداع الأوراق المالية .

فهيئة الأوراق المالية هي هيئة رسمية تتمتع بإستقلال مالي و إداري و ترتبط برئيس الوزراء أما بورصة عمان فقد بدات عملها من 1999/3/11 كمؤسسة مصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة لا تهدف للربح و تدار من القطاع الاهلي أما فيما يتعلق بمركز إيداع الأوراق المالية فهي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة أعمال تسجيل و حفظ و نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة و إجراء التقاص و التسوية .

و في إطار هذه الإصلاحات تم إصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية في البورصة و تعليمات إفصاح جديدة للشركات و تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية .

و قد تم في هذه الدراسة استخدام القيمة السوقية للحكم علـــى مـــدى الأثـــر الـــذي ســـتتركه التشريعات على أداء السوق مع إستبعاد أثر العوامل الأخرى المؤثرة علـــى القيمـــة الـــسوقية لاسعار الأسهم مثل القيمة الاسمية و عدد الأسهم المكتتب بها و أسعار الاغلاق .
و تأتي هذه الدراسة لبيان أثر هذه التغيرات و ما نتج عنها من مؤسسات و تشريعات جديـــدة تنظم عمل سوق رأس المال الأردني على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان .

أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من كون الأسواق المالية تلعب دورا هاما في توفير سيولة للإســـتثمارات فضلا عن دورها في تعبئة المدخرات و إعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الإقتصادية ، و لكي تقوم هذه الأسواق بهذا الدور لابد أن يساندها في ذلك الإطار التشريعي و المؤســـسي اللازم و من هنا تبرز أهمية المؤسسات و التشريعات التي تنظم عمل الأســـواق و فـــي هـــذا الإطار تسعى كثير من الدول العربية في الاعوام الاخيرة الى إتخاذ سلسلة من الإجـــراءات و السياسات الرامية الى تطوير الأسواق المالية المحلية و قد إستهدفت تلـــك الـــسياسات بـــشكل اساسي تحسين مناخ الإستثمار و تصحيح الإطار التشريعي في تلك الأسواق و في هذا الصدد و تماشيا مع التطورات العالمية فقد شهدت سنة 1997 إصدار قانون الأوراق المالية المؤقـــت رقم 23 لإعادة هيكلة و تنظيم سوق المال الأردني كما تم إصدار قانون الأوراق المالية رقـــم 76 لسنة 2002 ليشمل تعديلات على القانون رقم 23 و عليه فإن أهمية الدراسة تتمثل فـــي أهمية إصدار التشريعات المنظمة لعمل بورصات الأوراق المالية لكي تقوم هذه البورصـــات بدورها في خدمة الإقتصاد الوطني و توفير سيولة للإستثمارات و تعبئة المدخرات و إعـــادة توظيفها .

مشكلة الدراسة :

لكي يقوم سوق المال بالدور الذي أنشئ من اجله لا بد مـــن أن يتـــوفر فيـــه التـــشريعات و المؤسسات التي تقوم بتادية مهامها بالكفاءة اللازمة ، إن توافر مثل هذه التشريعات الهامـــة و تحديد المؤسسات المختصة للرقابة على الالتزام بهذه التشريعات أمر ضروري لنجـــاح هـــذه الأسواق مما قد يكون له أثر ايجابي على أداء السوق الثانوية المنتظمة (البورصة) و تتجـــسد مشكلة الدراسة في أن المدى الذي تتأثر به القيمة السوقية لبورصة عمـــان لـــلأوراق الماليـــة

نتيجة التغيرات التشريعية و التنظيمية غير واضحة المعالم بالتالي تاتي هذه الدراسة للاجابة عن الاسئلة التالية :

1. هل هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان ؟
2. هل هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة للإفصاح على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان ؟
3. هل هناك أثر لإصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان ؟
4. هل هناك أثر لإنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان ؟

اهدف الدراسة :

1. تهدف الدراسة الى التعرف على طبيعة التغيرات التشريعية و التنظيمية التي شهدتها بورصة عمان .
2. بيان أثر هذه إصدار تشريعات جديدة و إنشاء مؤسسات لإدارة سوق راس المال الوطني على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
3. كما تهدف الدراسة لتحديد اكثر التغيرات التشريعية و التنظيمية تاثيرا على القيمة السوقية للأوراق المالية .

فرضيات الدراسة :

من خلال الرجوع الى الدراسات السابقة مثل دراسة الفيومي و دراسة باش التي تناولت أثر التغيرات التشريعية و التنظيمية على أداء الأسواق فقد تم صياغة الفرضيات التالية :

1. هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية الصادرة بتاريخ 2000/06 على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

2. هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة للإفصاح الصادرة بتاريخ 2004/03 علـــى القيمـــة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان .

3. هناك أثر لإصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية الصادرة بتاريخ 1999/02 على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة فـــي بورصة عمان .

4. هناك أثر لإنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

منهجية الدراسة :

إعتمدت هذه الدراسة على المنهج التحليلي الإحصائي ، و ذلك من خلال تحليل الفـــرق بـــين متوسط القيمة السوقية الشهرية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمـــان قبـــل التغيـــرات التنظيمية و التشريعية_ إنشاء هيئة الاوراق المالية و إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و تعليمات الإفصاح و تعليمات إدراج الأوراق المالية _ و بعد هذه التغيـــرات و ذلك باستخدام تحليل Simple Regression و لتمثيل العلاقة بين كل من المتغير التـــابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (إنشاء هيئة الاوراق المالية و إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و تعليمات الإفــصاح و تعليمـــات إدراج الأوراق الماليـــة) و لأغراض إظهار الأثر الذي تتركة هذه التشريعات على القيمة السوقية تم إعداد نموذج انحدار يصف العلاقة بين القيمة السوقية (كمتغير تابع) من جهة و إصدار كل تشريع (كمتغير مستقل) من جهة أخرى, حيث تم التعبير عن المتغيرات المستقلة بطريقة كمية بحيث يأخذ هذا المتغير القيمة (صفر) قبل إصدار التشريع والقيمة (1) بعد إصدار التشريع .

مجتمع الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من القيمة السوقية لكافة الشركات المدرجة في بورصة عمان لـــلأوراق المالية و البالغ عددها 276 شركة أي أنه تم إجراء مسح شامل لكافة هذه الشركات من خلال القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة 1996–2004 .

مصادر البيانات :

إعتمدت هذه الدراسة على التقارير السنوية (الاول و الثاني و الثالث و الرابع) لهيئة الاوراق المالية كما اعتمدت هذه الدراسة على اعداد متفرقة من النشرات الإحصائية الشهرية الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية من شهر 1996/12 الى 2004/12 هذا بالإضافة الى بعض المراجع العلمية و الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة .

الدراسات السابقة :

اولا : دراسة محمد باش (2008)" أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق "[1]

هدفت الدراسة الى بيان أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق و ذلك من خلال بيان أثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات سوق رأس المال في الأردن الا و هي هيئة الأوراق المالية و مركز إيداع الأوراق المالية و بورصة عمان على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية و قد اعتمدت الدراسة على مجموعة من البيانات الثانوية فقد قام الباحث بتقسيم فترة الدراسة الى فترتين جزئيتين قبل و بعد إعادة هيكلة سوق عمان لبيان هذا الأثر

و قد اعتمدت الدراسة على منهجية تبين أثر بعض العوامل الإقتصادية الكلية (معدل التضخم ؛ معدل النمو في عرض النقد ؛ اسعار الفائدة على اذونات الخزينة ؛ الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي) على عوائد الأسهم مستخدما بذلك الباحث نموذج الإنحدار الخطي المتعدد.

و قد توصلت الدراسة الى أن التغيرات الهيكلية مجتمعة في سوق المال الأردني كان لها في المدى الطويل تأثير ايجابي على أغلبية عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة

كما اظهرت الدراسة ان لإنشاء كل من هيئة الأوراق المالية و مركز إيداع الأوراق المالية و بورصة عمان كان لها أثر ايجابي ذا دلالة إحصائية في المدى القصير على اغلب عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة .

[1] محمد باش، " أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق " رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية ، جامعة اليرموك ، اربد ، 2008 .

ثانيا : دراسة ثائر قدومي (2006)" أثر التحول لنظام التـداول الكتروني على الكفاءة التشغيلية و أداء بورصة عمان للأوراق المالية "[1]

هدفت الدراسة الى معرفة مدى فعالية نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان و أثر هذا النظام على الكفاءة الداخلية(التشغيلية) و على الكفاءة الخارجية و لغرض التوصل الى ذلك تم التعرف على مدى تاثير التحول من نظام التداول اليدوي الى نظام التداول الإلكتروني على حجم التداول و حركة التداول و على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان كما هدفت الدراسة الى التعرف على الأثر المباشر و غير المباشر لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية و سيولة بورصة عمان.

و قد قام الباحث بإعداد استبانة لبيان أثر نظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية من خلال بيان أثره على تكاليف الصفقات و سرعة تنفيذها و الجهد و سرعة ورود المعلومات في الوقت المناسب و الشفافية المطلوبة للبيانات و المعلومات.

و قد توصلت الدراسة الى أن هناك أثر ايجابي لنظام التداول الإلكتروني على أداء بورصة عمان للأوراق المالية من حيث احجام التداول و حركة التداول و القيمة السوقية

كما توصلت الدراسة الى أن هناك أثر ايجابي لإدخال نظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية من حيث كلفة الصفقات و سرعة تنفيذها و الجهد و سرعة ورود المعلومات في الوقت المناسب و الشفافية للبيانات و المعلومات و قد ظهر ذلك جليا من وجهة نظر الوسطاء اكثر من وجهة نظر المستثمرين.

فقد ادى تطبيق نظام التداول الإلكتروني الى رفع الكفاءة التشغيلية لبورصة عمان و ساهم في توفير السرعة و تخفيض التكاليف و الجهد كما أدى الى رفع مستوى أداء البورصة و تحسين الشفافية.

ثالثا : شبيب و الجبوري (2005) " أهمية تطوير هيئة رقابة على الأوراق الماليـة لرفـع كفاءة السوق المالي "[2]

هدفت الدراسة الى عرض نموذج متطور للأسواق المالية و لطبيعة المخالفات التي تـتم فـي هذه الأسواق للوصول الى إستنتاجات تحدد الوسائل الكفيلة لمعالجة النقص في كفاءة الأسواق المالية الناجمة عن المخالفات المحاسبية و المالية

---

[1] ثائر قدومي، "أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية و أداء بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة البلقاء للبحوث و الدراسات، المجلد 11 ،العدد 2 ، جامعة العلوم التطبيقية ،2006 ص-ص،73-118.

[2] دريد ال شبيب و عبدالرحمن الجبوري " أهمية تطوير هيئة رقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي " بحث مقدم للمؤتمر العلمي الرابع الريادة و الابداع المنعقد بكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة فيلادلفيا 2005 .

كما بينت هذه الدراسة ان تنظيم تداول الأوراق المالية هي المهمة الاولى لهـذه الأسـواق و يعتمد الإستثمار و التداول في الأوراق المالية بالأساس علـى الإفـصاح عـن البيانـات و المعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها في الـسوق المـالي و ان اي خلل في هذه البيانات و المعلومات يؤدي الى إنخفاض كفاءة السوق المالي و ينعكس بـصورة مباشر على سعر السهم في السوق المالي .

و قد ناقشت هذه الدراسة أهمية كفاءة الأسواق المالية و طبيعة المخالفات لـشركة WORLD COM و أثر ذلك على السوق المالي و الإقتصاد القومي و أهمية تطوير هيئة رقابـة علـى السوق المالي لمنع تكرار مخالفات متعلقة بالإفصاح و بالتالي الحفاظ على كفاءة السوق .

رابعا : دراسة نضال الفيومي (2003) " أثر خصائص الأسواق الناشـئة علـى إختبـارات الكفاءة "[1]

هدفت الدراسة الى إختبار الكفاءة المعلوماتية لبورصة عمان و التحقق مـن أثـر التغيـرات الهيكلية و التنظيمية في البورصة على تحسين كفاءة هذه السوق و ذلك بإستخدام مؤشر السوق خلال الفترة 1993 الى 2000 فقد قام الباحث بتقسيم هذه الفترة الى فترتين جزئتين قبل و بعد التطورات التنظيمية و التشريعية في السوق 1997 فقد تم إختبار كفاءة بورصة عمـان مـن خلال أخذ الخصائص التنظيمية لسوق عمان بعين الإعتبار و من اجل ذلك فقد قـام الباحـث بتطبيق منهجية تعمل على تصحيح أثر التداول غير المتكرر و تأخذ بعين الإعتبـار الـسلوك غير الخطي لعوائد الأسهم و تشير النتائج الى عدم كفاءة بورصة خلال الفتـرة 1993 الـى 1996 و ذلك بسبب خصائص السوق خلال تلك الفترة و قد أظهرت النتائج أن السوق يتمتـع بكفاءة خلال الفترة 1997 الى 2000 التي شهدت تغيرات مؤسسية و تنظيمية

و بناء على ما توصلت اليه الدراسة من نتائج فقد اوصى الباحث إدارة السوق بأن تسير قدما في إحداث التطويرات التشريعية و التنظيمية من أجل رفع كفاءة السوق بإستمرار.

خامسا : دراسة حسين احمد و زياد الفيصل (2003)" الافاق المستقبلية لتطـوير أسـواق المال في الوطن العربي "[2]

أشار الباحثان في هذه الدراسة الى أن الهدف من السياسات المتبعة في السنوات الأخيرة فـي عدد من الاقطار العربية هو تيسير التطور المؤسسي في القطاع المالي و إزالة العقبات التـي

---

[1] نضال احمد فيومي، " أثر خصائص الاسواق الناشئة على إختبارات الكفاءة "، دراسات العلوم الإدارية ،المجلد 30 ،العدد 2 ، الجامعة الأردنية ،2003 ،ص-ص322-340.

[2] حسين احمد و زياد الفيصل،" الافاق المستقبلية لتطوير اسواق المال في الوطن العربي " ، افاق إقتصادية ، المجلد 24، العدد96 ،مركز البحوث و التوثيق ، 2003 ،ص-ص ، 41- 59

تعتري الإطار التشريعي و تقويم القنوات الإدارية الا أن النتائج لم تاتي دائما في مستوى التوقعات في بعض الاقطار العربية و ذلك لعدة اسباب و في هذا المجال يشير الباحثان الى اربعة جوانب مهمة يمكن من خلالها المساهمة في تطوير الأسواق المالية العربية وقد كان من أهم هذه الجوانب دور التشريعات التنظيمية في تطور الأسواق المالية و يرى الباحثان ان لهذه التشريعات تأثير مباشر على أداء و نشاط البورصة و من هنا تبرز أهمية التشريعات التنظيمية في عمل الأسواق.

سادسا : دراسة المقابلة و برهومة (2002) " كفاءة سوق عمان المالي – قطاع البنوك عند المستوى الضعيف " [1]

هدفت الدراسة الى التعرف على أسعار إغلاق أسهم قطاع البنوك و الشركات المالية الشهرية كما هدفت الدراسة الى التعرف على العوامل التي تحد من كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية .

ومن خلال التحليل الكمي الذي قام به الباحثان لبيانات أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم قطاع البنوك و الشركات المالية في بورصة عمان فقد قام الباحثان بإختبار الإرتباط و التوزيع الطبيعي لأسعار أسهم تلك الشركات و قد توصل الباحثان الى أن أسعار الإغلاق لقطاع البنوك في سوق عمان المالي لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف فهي لا تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي و كذلك لا تتمتع بالإستقلالية فيما بينها .

و قد توصلت الدراسة الى ان من أهم العوامل التي تعيق الوصول الى الكفاءة في أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بشكل عام و بورصة عمان للأوراق المالية بشكل خاص يعود الى ضيق هذه الأسواق و حداثتها و قلة الخبرة الإستثمارية فيها و ضعف الإتصال و وصول المعلومات و قلة المستشارين و المحللين الماليين. فقد عزت هذه الدراسة عدم كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية الى قلة الخبرة الإستثملارية ضعف الإتصال و وصول المعلومات و قلة المستشارين و المحللين الماليين في بورصة عمان للأوراق المالية .

[1] علي مقابلة و سمير برهومة " كفاءة سوق عمان المالي –قطاع البنوك و الشركات المالية " مجلة الإدارة العامة ،المجلد 41 ،العدد 4 ،،جامعة اليرموك ،2002 ص-ص 747-774.

سابعا : دراسة رمضان (1987)" تقويم سوق عمان المالي داخليا ؛ نطاق العمل ، الوظائف ، الفعاليات ، مستوى الكفاءة "[1]

قيمت هذه الدراسة سوق عمان المالي من حيث نطاق عمله و الوظائف التي يقوم بها و مدى فعاليتها في ذلك و كفائته كسوق للأوراق المالية و من خلال دراسة نطاق العمل تبين من هذه الدراسة أن سوق عمان المالي سوق محلية للأوراق المالية و ليست سوقا ماليا بالمعنى الدقيق للاصطلاح و أنها سوق ضحلة و تفتقر الى التنوع كما يتضح من الدراسة فقد هدفت الدراسة الى ابراز نواحي القوة و الضعف في سوق عمان المالي كما تبرز و تحلل مدى ما يتوفر فيها من خصائص و صفات تقترب بها من الوضع النموذجي لأسواق الأوراق المالية او تبتعد بها عنه.

و من خلال دراسة و ظائف سوق عمان المالي توصلت الدراسة الى نجاح سوق عمان في خلق استمرارية التعامل على مستوى السوق و لكنها لم تنجح كثبرا في خلق الاستمرارية على مستوى الورقة بدلالة ظهور العديد من الشركات المدرجة لا يتم التعامل بأسهمها .

كما توصلت الدراسة من خلال دراسة و ظائف سوق عمان المالي الى عدم قدرة السوق المالي في تحقيق اسعار تبادل عادلة من خلال خلق تفاعل بين العرض و الطلب و الذي قد يكون سببه_ براي الباحث _ عدم وجود قاعدة عريضة من المساهمين في كثير من الشركات المدرجة و التي يمكن وصفها بأنها شركات عائلية

أما وظيفة سوق عمان المالي المتمثلة بحماية المتعاملين من الغش و الخداع و الغبن فقد توصلت الدراسة أن سوق عمان المالي لم يستطيع إحكام طوق حماية المستثمرين من الغش و الخداع الذي تقوم به بعض الشركات و خاصة في مجال الإفصاح المالي بدقة و صحة عن قوائمها المالية المنشورة.

ثامنا : دراسة Suzanne and Juliana (2008) " Further evidence on the efficiency of the Chinese stock markets "[2]

تقدم هذه الدراسة دليل مباشر على تأثير التغيرفي قواعد الملكية الناتج عن الغاء قيود تنظم سوق الأسهم على كفاءة التسعير كما تتقصى هذه الدراسة بشكل أعمق ملكيات المتوالية الزمنية من أسهم صينية و ذلك باستخدام بيانات ل 370 سهم خلال الفترة 1996−2005 و

---

[1] زياد رمضان ،" تقويم سوق عمان المالي داخليا(نطاق العمل ، الوظائف و الفعاليات ، مستوى الكفاءة "، مجلة العلوم الاجتماعية ،المجلد 15، العدد 3 ،الجامعة الأردنية ، 1987 ص-ص، 229-257.

[2] Suzanne G.M. Fifield,, Juliana Jetty," Further evidence on the efficiency of the Chinese stock markets", Research in International Business and Finance , 22 ,2008, pp 351-361

ذلك بتحري الكفاءة المقارنة بين سوقين ان توسع قواعد الملكية لتتضمن مـــستثمرين محليـــين وجدت الدراسة ان الكفاءة بكلا السوقين تحسنت بعد التغيرات التنظيمية .

تاسعا : دراسة Charles et al (2007) "Emerging Market Efficiencies: New Zealand's Maturation Experience in the Presence of Non-Linearity, Thin Trading and Asymmetric Information"[1]

هدفت هذه الدراسة الى إختبار كفاءة سوق الأسهم المالية النيوزيلاندية فـــي ظـــل التغيـــرات التشريعية و التنظيمية في تلك السوق و قد وجدت هذه الدراسة أن سوق نيوزيلاندا لـــلأوراق المالية اصبح اكثر كفاءة بسبب التغيرات التنظيمية و التشريعية في السوق فقد أظهـــرت هـــذه الدراسة أن سوق الأسهم المالية كانت غير كفؤة خلال فتـــرة الـــسبعينات و الثمانينـــات كمـــا توصلت الدراسة الى أن السوق اصبح اكثر كفاءة بعد التغيرات التنظيمية في السوق ابتدا مـــن عام 1990 .

عاشرا : دراسة Kibuthu Wambui (2005) " Capital Market in Emerging Economies : Case Study of the Nairobi Stock Exchange "[2]

هدفت هذه الدراسة الى تتبع التغيرات المؤسسية و التنظيمية و ما تبعها من تشريعات و قوانين جديدة تحكم عمل سوق نيروبي المالي كما هدفت الى بيان أثر هذه التغيرات على كفاءة سوق نيروبي المالي بعد هذه التغيرات و قد أظهرت نتائج الدراسة أن هذه التغيرات أدت الى رفـــع كفاءة سوق نيروبي و زيادة نشاط السوق كما أن السوق اصبح مصدرا للتمويل طويل الأجـــل سواء للقطاع العاو او الخاص .

---

[1] Rayhorn, Charles , Hassan, M. Kabir, Yu, Jung-Suk and Janson, Kenneth R.," Emerging Market Efficiencies: New Zealand's Maturation Experience in the Presence of Non-Linearity, Thin Trading and Asymmetric Information". International Review of Finance, Vol. 7, Issue 1-2, pp. 21-34, March/June 2007

[2] Kibuthu Wambui " Capital Market in Emerging Economies : Case Study of the Nairoi Stock Exchange" www.fletcher.tufts.edu

الحادي عشر : دراســة Tung et al (2005) " Fedral Securities Regulation and Stock Market Return"[1]

إختبرت هذه الدراسة أثر سبعة تشريعات فدرالية خاصة بأسواق المال على الوسط الحسابي و التباين في عوائد أسهم السوق و امتدت فترة الدراسة من تاريخ 1933 – 2001 و قد إستخدم الباحث GARCH Time series Model لبيان أثر هذه التشريعات على عوائد السوق و قد أظهرت نتائج الدراسة أنه لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية على الوسط الحسابي و التباين لمجموع عوائد الاسهم المحتواه في مؤشر s&p 500 .

الاثنـــى عــشر : دراســة Siriopulos et al (2001) " The Impact Of Non Linearity Thin Trading and Regulatory Changes in The Efficiency of An emerging Market "[2]

هدفت الدراسة الى بيان أثر التغييرات الهيكلية و التنظيمية على كفاءة الأسواق الناشئة و ذلك من خلال إختبار كفاءة بورصة اثينا و قد توصل الباحثون أن بورصة اثينا لــم تكــن تمتــاز بالكفاءة في السنوات الاولى من الدراسة او قبل حدوث العديــد مــن التغيــرات الهيكليــة و التنظيمية و لكن بعد حدوث التغييرات التنظيمية و الهيكلية أظهرت النتائج أن السوق اصبحت اكثر كفاءة .

<u>ما تتميز به هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة</u>

إن أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو أنها تحاول أن تتناول موضــوعا لــم تتطرق له الدراسات السابقة بشكل محدد _ حسب علم الباحث _ و هو دراسة أثر التغيــرات التنظيمية و التشريعية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان مع بيان اثر كل تغيير تشريعي (منفردا) على القيمة السوقية حيث أن الدراسات السابقة لم تتعــرض لدراسة كل تغير تشريعي او تنظيمي على حدا و بيان اثرة على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية ، وبذلك تكون هذه الدراسة قد حاولت تضييق الفجوة التي تركتها الدراســات السابقة في هذا المجال .

---

[1] Liu, Tung., Santoni, Gary., and Stone, Courtenay .," Federal Secutities Regulation and Stock Market Returns" , <u>Journal of Law and economic</u> , vol 24 , No 3, p-p 613 – 675

[2] Siriopulos, Costas, R. Tsotsos , and S.karagianni, ," The Impact of Non Linearity , thin Trading and Regulatory Changes in The Efficiency of An Emerging Market" , <u>The Journal of Applied Business Research ,</u> Vol 17, NO 6, 2001 , page 81-92

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث رئيسية تتناول لمحة عامة عن الأسواق المالية و التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية و صدور بعض التشريعات في سوق رأس المال الأردني و فيما يلي شرح الموضوعات :

تمهيد

إن وضع التشريعات الفاعلة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية و وضع تشريعات قادرة على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية تمنع التلاعب و الاستغلال سواء بين المتعاملين او بين الوسطاء هي من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية[1] لذا فقد سعت معظم دول العالم الى إصدار تشريعات لتنظيم أسواق المال. ففى الولايات المتحدة الأمريكية يتم تنظيم سوق الأوراق المالية من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر عام 1933 هو أول تشريع رئيسى على المستوى الفيدرالى ويتطلب هذا القانون ضرورة تسجيل الإصدارات الجديدة ، بالإضافة إلى الإفصاح عن البيانات المالية المناسبة . وجاء قانون البورصات عام 1934 ليغطى الأسواق الثانوية وليفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسماسرة والتجار و يحدد الجهة المشرفة على السوق[2]. و على مستوى سوق عمان المالي فقد أتاح قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية إصدار التشريعات و التعليمات اللازمة لتطوير و تنظيم و مراقبة سوق رأس المال الأردني و قد قام مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المالية بإصدار عدد من التشريعات المنظمة لسوق رأس المال الأردني و من أهم التشريعات و التعليمات الصادرة عن مجلس مفوضي الهيئة في هذا المجال هي : تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية و تعليمات إفصاح الشركات المصدرة و تعليمات إدراج الأوراق المالية[3] .

---

[1] عبدالغفار حنفي و رسمية قرياقص،اسواق المال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية ، 2003 ، ص82

[2] منير ابراهيم هندي، سلسلة الاسواق المالية (2) الاسواق الحاضرة و المستقبلية أسواق الأوراق المالية و أسواق الاختيار و أسواق العقود المستقبلية ، المؤسسة العربية المصرفية ، الاسكندرية ، 1998 ، ص-ص 144-151

[3] التقرير السنوي الرابع لهيئة الاوراق المالية 2002

المبحث الاول : لمحة عامة عن الأسواق المالية

مقدمة

إن انتشار الشركات المساهمة العامة و إقبال الحكومات على الاقترض خلــق حركــة قويــة للتعامل بالأوراق المالية و أدى ذلك الى ظهور بورصات الأوراق المالية فقد كان التعامل بهذه الأوراق في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق فى الدول الكبرى ثم إستقر التعامل بعد ذلــك بأبنية خاصة. و مع إقامة الأسواق المالية بات من الضروري توفير مقومــات لنجــاح تلــك الأسواق و توفير الأطر التشريعية و المؤسسية و القانونية التي تنظم عمل تلــك الأســواق و التي تساعدها في تجنب الأخطاء و تفادي الصعوبات التي قد تعترض عملية تطــوير هــذه الأسواق الأمر الذي يساعد على نجاح هذه الأسواق و قيامها بدورها بفاعلية ، ففي عام 1988 شهدت بورصة باريس تطور جوهري هام على مستوى الإطار التنظيمي للبورصة فقــد تــم إنشاء اربع تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق وهي : شركات البورصات و مجلس بورصات الأوراق المالية و شركات البورصات الفرنسية و اخر هذه التنظيمات هــي هيئــة عمليــات البورصة و التي تتمثل مهمتها في الرقابة على المعلومات المنشورة و حماية المــستثمرين و مراقبة صحة العمليات.

و في عام 1986 أخذت بورصة لندن في تحرير سوق المال و إصدار التــشريعات الخاصــة بالسوق في مجال القيود المفروضة على الممارسين ، كما لا بد هنا من الإشارة الــى قــانون البورصات الأمريكية لعام 1934 الذي نظم العمل و حــدد المــسؤوليات فــي إدارة نــشاط البورصات.

تعريف الأسواق المالية (Financial Markets):

تعرف الأسواق المالية بأنها الالية التي من خلالها يلتقي المشترون (ذوي الفائض المالي) و البائعون (ذوي العجز المالي) معا .[1]

كما يعرف السوق المالي على أنه :

المكان او السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية باشكالها المختلفة كالأسهم و الــسندات او المشتقات المالية ، تنظمة قوانين و أنظمة و لوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا و شراء بسرعة و سهولة و امان. [2]

---

[1] Weston , J . Fred, Besley , Scott, and Brigham, F ., Essential of Managerial Finance, Eleventh Edition , the Dryden Press, 1996, p5

[2] رسمية ابو موسى ، الاسواق المالية و النقدية ،دار المعتز للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى ، عمان ، 2005 ، ص 11

بالرغم من أن التعريف السابق للأسواق المالية قد اقتصر على المكان الذي يتم فية التبادل الا أنه لم يغفل القوانين و اللوائح التي تنظم عمل هذه الأسواق و توفر عنصر الامان عند كل من البائعين و المشترين .

كما يعرف السوق المالي بأنه عبارة عن المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعـــا و شراء حيث تشكل احد القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال بين الافـــراد و المؤســـسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها للمجـــالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد .[1]

نلاحظ أن جميع التعاريف السابقة قد إقتصرت على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية و تهمل دور و سائل الإتصال و التكنولوجيا الحديثة .

كما يعرف السوق المالي بأنه :

الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق و ذلك بغــض النظــر عــن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنيـــة معيـــة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة أخرى.[2]

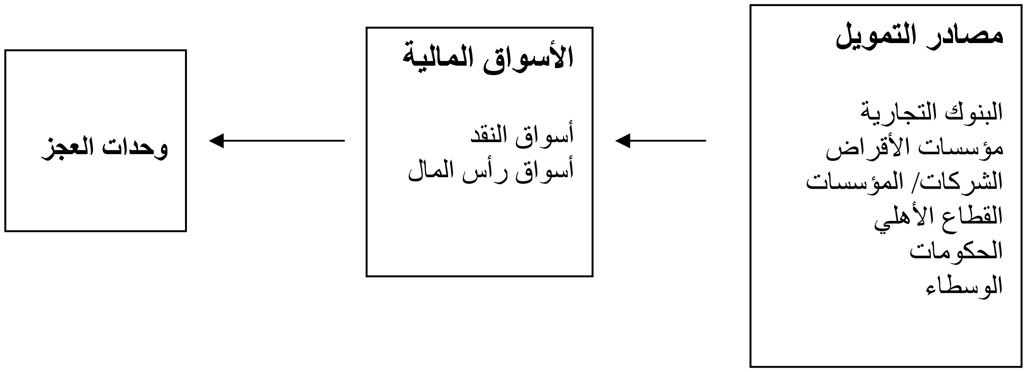
إن التعريف السابق هو التعريف الأشمل لمفهوم الأسواق المالية حيث يجمع الطلب و العرض و الوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية .

يمكن القول بأن الأسواق المالية هي حلقة الوصل بين وحدات عرض الأموال (المدخرين) و وحدات الطلب على هذه الأموال بالتالي تسهيل عمليـــة تـــدفق الأمـــوال بـــين المـــدخرين و المستثمرين و الشكل التالي يلقي الضوءعلى الدور الهام الذي تؤديه الأســـواق الماليـــة فـــي التوسط بين الجهات التي تحتاج الى تمويل و بين مصادر التمويل المختلفة. و تـــشير كتـــب الأسواق المالية ان لنجاح هذه الأسواق في قيامها بعملها لا بد من أن يساندها في ذلك الإطـــار التشريعي و المؤسسي اللازم.

---

[1] عصام حسين ، اسواق الأوراق المالية : البورصة ، الطبعة الاولى ، دار اسامة للنشر ، عمان ، 2008 ، ص 6

[2] محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ، عمان –الاردن 1999 ص10



و يمكن تقسيم السوق المالي حسب العمر الزمني للاصول المالية الى أسواق رأس المال و أسواق النقد[1] :

سوق رأس المال (Capital Market) : هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم سندات). و يتكون هذا السوق من شكلين هما[2] :

1. **أسواق حاضرة** (Spot Markets) : فهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الاجل وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند اتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقه او جزء منها.
2. **الأسواق الاجلة** (Future Markets) : وهي تتعامل ايضا في الأوراق المالية طويلة الاجل و لكن من خلال عقود و إتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

سوق النقد (Money Markets) : وهو القسم الثاني للسوق المالي و يعرف على أنه سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك و بعض الجهات الحكومية . وهو السوق الذي يعتمد وبشكل رئيسي على الجهاز المصرفي في تقديم خدماته. ويشمل التداول فيه على أدوات الإستثمار ذات السيولة العالية والعائد الثابت، والتي تستحق السداد في غضون سنة أو أقل . و فيما يلي أهم الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق النقدية[3] :

---

[1] Gitman, J . Lawrence . Principles of Managerial Finance , Eleventh Edition , Pearson Education , 2006, p-p 66-69

[2] هوشيار معروف ، الاستثمارات و الاسواق المالية ، الطبعة الاولى ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2003 ، ص65

[3] Ross , Money and Capital Markets, Third Eidition , Blackwell,1996, p-p352-358

- اذونات الخزينة (Treasury Bills)
- القبولات المصرفية (Banks Acceptances)
- شهادات الإيداع (Certificates of Deposits)
- الأوراق التجارية (Commercial Papers)

كما يمكن تقسيم السوق المالي حسب شخصية عارض بيع الورقة المالية (هل هو المصدر الأساسي للورقة ام امتلك الورقة من الغير بعد إصدارها) الى[1] :

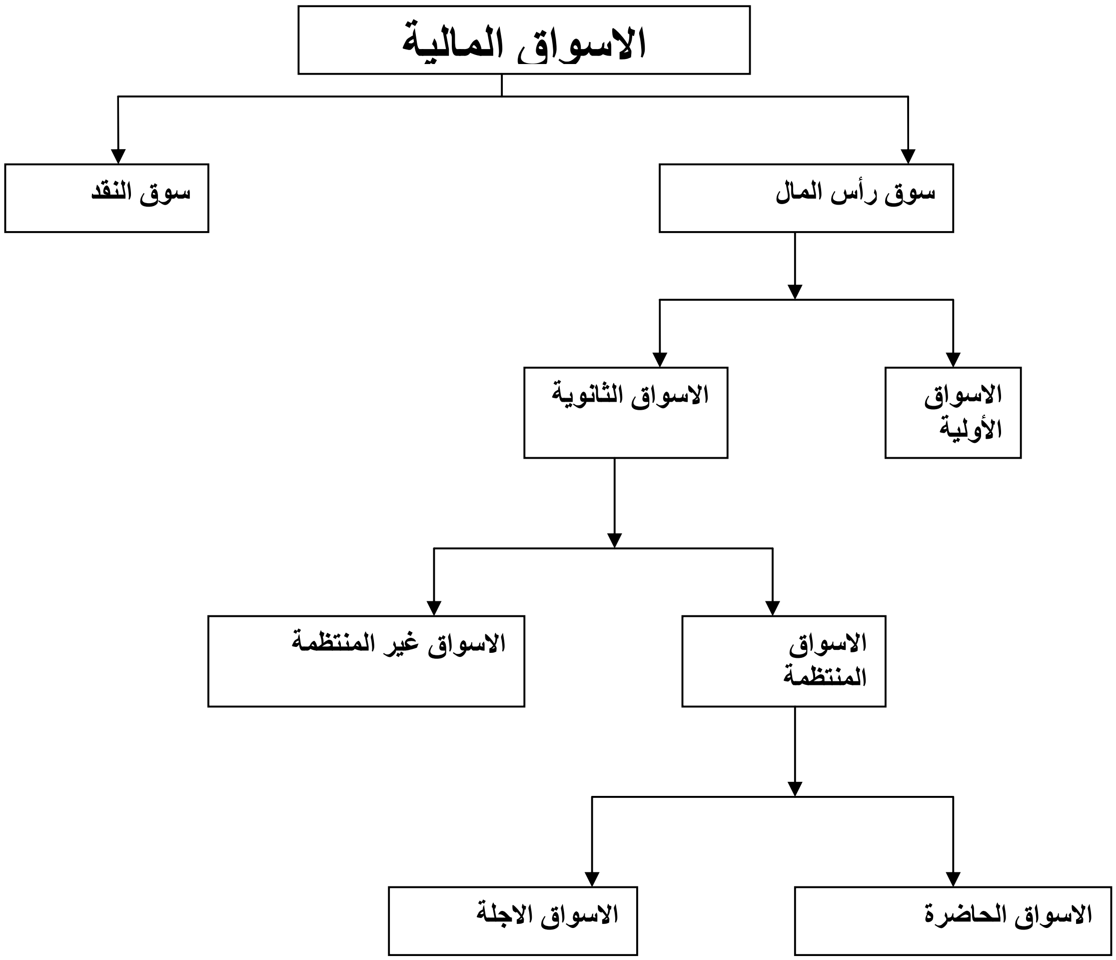
1. **أسواق أولية** (Primary Markets) : وهي سوق الإصدارات الأولية وهو يتعامل بالإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروع جديد او التوسع في مشروع قائم وهو سوق تجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات بما يحقق قيمة مضافة للإقتصاد.
2. **السوق الثانوي** (Secondary Market) : وهو يتعامل بالأروراق المالية التي تم إصدارها من قبل و ذلك بنقل ملكيتها من شخص لاخر وقد يتخذ هذا السوق شكلين هما[2]:

- الأسواق غير المنتظمة : وهي المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم فليس هناك مكان محدد لاجراء التعامل .
- الأسواق المنتظمة : تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع و الشراء ويدار بواسطة مجلس منتخب .

[1] ضياء مجيد ، البورصات اسواق رأس المال و ادواتها الأسهم و السندات ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2005 ، ص ص5-6

[2] هوشيار معروف ، الاستثمارات و الاسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 59

الشكل (2−1) يلخص تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحث

مقومات نجاح الأسواق المالية :

يمكن اجمال المقومات التي توفرها الحكومة لنجاح الأسواق المالية بما يلي[1] :

سيتم عرض مقومات و شروط نجاح الأسواق المالية و بيان واقع بورصة عمـــان لـــلأوراق المالية لكل شرط من هذه الشروط :

[1] عبدالغفار حنفي و رسمية قرياقص،اسواق المال، مرجع سابق ، ص82 83

1. وضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية بحيث تكون هذه التشريعات قادرة على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و تمنع التلاعب و الاستغلال سواء بين المتعاملين او بين الوسطاء. و على مستوى سوق عمان للأوراق المالية فإن التغيرات الهيكلية و التنظيمية التي شهدها السوق زادت ثقة المستثمرين في السوق[1] كما أن هذه التغيرات عملت على تعزيز مستويات الإفصاح و الشفافية في السوق كما ساهمت بشكل أفضل في تحسين نوعية المعلومات المقدمة للمستثمرين[2]، و كما أظهرت دراسات سابقة إن توفير الحماية الازمة للمتعاملين و درجة الامان و الشفافية في بورصة عمان قد ارتفع بشكل كبير مع تطبيق نظام التداول الإلكتروني الذي يعتبر احد التغيرات التقنية الهائلة على مستوى سوق عمان للأوراق المالية[3] كما أن المتتبع للتشريعات المنظمة لسوق رأس المال الأردني يلاحظ أنها منسجمة مع ما يعرف بالمبادئ الثلاثين لتشريعات الأوراق المالية و الصادرة عن المنظمةالدولية لهيئات الرقابة على أسواق المال و التي سيتم التطرق لها في المبحث الثاني من هذا الفصل.
2. وجود إدارة عامة تدير السوق تتصف بالكفاءة و الحياد التام و لها القدرة على إتخاذ القرارات تعمل ضمن إطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات و التغيرات المالية و الإقتصادية ذات الصلة بالأسواق المالية و يعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب او الاستغلال سواء بين المتعاملين او بينهم و بين الوسطاء.
3. و جود جهات متخصصة لتحليل البيانات المالية المختلفة و الاوضاع المالية للشركات المالية المدرجة في السوق و التحليل للإقتصاد الوطني ككل لتكون هذه المعلومات في متناول المتعاملين في الأوراق المالية و تمكنهم من إتخاذ قراراتهم بشكل دقيق . على مستوى سوق عمان للأوراق المالية بالرغم من تنوع الخدمات المالية المقدمة من إدارة إستثمارات و أمانة إستثمارات وغيرهما وجد دراسات سابقة ان من أهم

[1] نضال احمد فيومي، " أثر خصائص الاسواق الناشئة على إختبارات الكفاءة " ، مصدر سابق ، ص328
[2] محمد باش، " أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق " ، مصدر سابق ، ص87

[3] ثائر قدومي، "أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية و أداء بورصة عمان للأوراق المالية"، مصدر سابق ص110

العوامل التي تعيق نجاح الأسواق المالية في الدول النامية و خصوصا سوق عمان للأوراق المالية هو قلة المستشارين و المحللين الماليين.[1]

4. عدم تدخل الحكومة سواء بطريق مباشر أو غير مباشر و ذلك بغرض التأثير في حركة التداول او التأثير على السهم الذي تحدده قوى العرض و الطلب . و على مستوى سوق عمان للأوراق المالية فقد نصت المادة 75 من قانون الأوراق المالية رقم76 لسنة2002 انه من صلاحيات مجلس مفوضي الهيئة تعليق نشاط البورصة لمدة لا تزيد عن اسبوع و التنسيب لمجلس الوزراء اذا كانت المدة اكثر من اسبوع واحد و بالرغم من وجود هذه التعليمات التي تعطي الحق للحكومة في التدخل في عمليات التداول او التاثير على اسعار الأسهم إلا أنه و من الناحية العملية لم تشهد بورصة عمان ذلك تاريخيا. كما أعطت التعليمات صلاحية لإدارة البورصة الحق بإلغاء اي عملية بيع او شراء ترى أن هدفها التضليل او التلاعب .
5. فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مالية مضللةاو إخفاء معلومات ضرورية. وعلى مستوى سوق عمان للأوراق المالية فالمتتبع للتشريعات الأردنية يجد توفر العقوبات الرادعة لجميع الممارسات غير العادلة في السوق كالتداول بناء على معلومة داخلية و الممارسات التي تنطوي على غش او تزوير او تلاعب فقد نصت المادة 107 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 إن تقديم بيانات غير صحيحة او مضللة او إخفاء اي معلومة من شأنها التاثير على سعر اي ورقة مالية او سمعة اي جهة مصدرة يعتبر مخالفة و يعاقب علية القانون بالغرامة او الحبس.

المصاعب التي تواجه أسواق الأوراق المالية[2] :

هناك بعض الصعوبات التي تواجه الأسواق المالية و تعيق من تطورها و تحد من قدرتها على القيام بدورها الرئيس في الإقتصاد ومنها :

1. نقص الوعي الإدخاري و الإستثماري.
2. عزوف المستثمرين عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية.
3. عدم وجود المستثمر المؤسسي.

---

[1] علي مقابلة و سمير برهومة " كفاءة سوق عمان المالي –قطاع البنوك و الشركات المالية " ، مصدر سابق ، ص771

[2] حمدي زعرب" إختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني" بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الاول الجامعة الاسلامية 8-9 مايو 2005 ص11

4. نقص المعلومات و البيانات المالية الأمر الذي يجعل عملية الإســتثمار فــي الأوراق المالية محفوفة بالمخاطر.
5. ضعف الإطار الرقابي و الإشرافي على عمليات السوق.
6. ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق.
7. ضعف الأداء الإقتصادي للدولة و عدم تمتعها بالأمن و الإستقرار
8. قلة الأدوات المالية.
9. محدودية و ضعف الخدمات المالية المقدمة من شركات الوساطة المالية.

يلاحظ من النقاط السابقة إن هذه المعوقات تتركز في الأسواق الناشئة لدى الدول النامية الا ان هذه الدول تحاول بشكل مستمر إصدار تشريعات تساهم في التخلص من مثل هذه المعوقات.

إن إصدار مثل هذه التشريعات يمكن أن تساهم في تطور الأسواق المالية كما أن القــوانين و مؤسسات سوق رأس المال لا تستطيع أن تنشأ سوق لكن يمكن لهذه القوانين و المؤسسات ان تعزز الثقة في هذه الأسواق او ربما تعيقها[1]، وقد توصلت دراسات الى دليل علمــي حــول أهمية التغيرات التنظيمية و المؤسسية في رفع كفاءة السوق المالي.[2]

وظائف الأسواق المالية[3] :

1. تقديم التسهيلات و الترتيبات اللازمة لتحويل المدخرات من الجهات التي يتوفر لــديها فائض من الأموال و ليست لديها فرص إستثمارية منتجة لإستثمار هذا الفائض الــى الجهات التي لديها فرص إستثمارية منتجة و لكن يفتقرون الى التمويل اللازم لتمويــل هذه الفرص.
2. تسعير الاصول المالية و ذلك من خلال تفاعلات قوى العرض و الطلب داخل السوق اي من خلال التقاء و تفاعل المشترين و البائعين للاصول المالية .
3. تقديم التسهيلات و الترتيبات التي تمكن اصحاب الاصول المالية كحملــة الأســهم و السندات من بيع هذه الاصول عند الضرورة لتمويل احتياجاتهم المالية العاجلة.

[1] Karmel, Roberta S.," The Case for A European Securities Commission". Columbia Journal of Transnational Law, Fall 1999. Available at SSRN: http://ssrn.com
[2] Siriopulos, Costas, R. Tsotsos , and S.karagianni," The Impact of Non Linearity , thin Trading and Regulatory Changes in The Efficiency of An Emerging Market" , Op . Cit , p-p 81-92
[3] السيد البدوي عبدالحافظ ، إدارة الاسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، ص ص 8-13

4. تخفيض بعض التكاليف المرتبطة بعقد الصفقات و المتمثلة في تكاليف البحـث عـن مشتر او بائع لاصل ما و كذلك الحصول على المعلومات اللازمة لتقيـيم الاصـول المالية .

يمكن إجمال وظائف الأسواق المالية بتعبئة المدخرات (تجميع) و توجيه هـذه المـدخرات لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة بما يحقق زيادة بمعدلات النمو الإقتصادي.

يرى الباحث أنه لقيام الأسواق المالية بوظائفها في مجال نقل الأموال من وحدات الفائض الى وحدات العجز و تمكين هذه الوحدات من تسييل اصولها عند الضرورة بأقل تكلفة لا بد من أن يتوفر في هذه الأسواق الأطر التشريعية و القانونية و جهات رقابية تحكم عمل هذه الأسـواق مما قد يساعد في تعزيز ثقة المستثمرين بهذه الأسواق.

إن وجود إطار تشريعي يحكم عمل الأسواق المالية يساعد على تطور هذه الأسواق و زيـادة ثقة المستثمرين بالأسواق المالية مما يساعد الحكومات و الشركات و البنوك على إيجاد مصدر تمويل طويل الأجل في هذه الأسواق[1] ، فمعظم الدراسات و الأدبيات السابقة تجمـع علـى أن إنشاء الإطار التشريعي و الرقابي لسوق رأس المال يلعب دورا مهما في تطوير رأس المـال و إن إصدار التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية يساهم في تحسين أداء هذه الأسواق[2] ، و هو ما سيتم التطرق اليه في المبحث الثاني من خلال استعراض بعـض الدراسـات التـي تناولت الموضوع.

---

[1]Kibuthu Wambui " Capital Market in Emerging Economies : Case Study of the Nairoi Stock Exchange" www.fletcher.tufts.edu 2005

[2]Rayhorn, Charles , Hassan, M. Kabir, Yu, Jung-Suk and Janson, Kenneth R.," Emerging Market Efficiencies: New Zealand's Maturation Experience in the Presence of Non-Linearity, Thin Trading and Asymmetric Information". International Review of Finance, Vol. 7, Issue 1-2, pp. 21-34, March/June 2007

المبحث الثاني : التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية

المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق رأس المال (IOSCO)

International Organization of Securities Commissions

حددت المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق رأس المال الأهداف و المبـــادئ الاساســـية للتشريعات المتعلقة بالأسواق المالية، فقد حددت الأهداف التي يجب أن توضـــع التـــشريعات لاجل تحقيقها بما يلي[1]:

1. حماية المستثمر : يجب أن تحمي التشريعات المتعلقة بأسواق رأس المال المـــستثمر من الغش و الخداع و التعامل الداخلي و سوء إستغلال أموال العملاء بحيث لا تكـــون هذه الأسواق مكان للمقامرة و يمكن توفير هذه الحماية من خلال إيجاد نظام إفـــصاح عن المعلومات الضرورية للمستثمر و إعتماد المعايير المحاسبية و معـــايير التـــدقيق الدولية و وضع شروط و معايير لترخيص أي مؤسسة او شخص يتعامل في أمـــوال المستثمر من شركات وساطة مالية .
2. الوصول بالسوق الى تحقيق الكفاءة و العدالة من خلال إيجـــاد العقوبـــات الرادعـــة للممارسات غير القانونية .
3. تخفيض المخاطر : من الصعب ان يقوم المنظم للسوق بمنع المخاطر المالية المختلفة في السوق لكن من خلال التشريعات و الأنظمة التي يقوم بإصدارها و التي بـــدورها تعمل على تخفيف هذه المخاطر فإخضاع مؤسسات السوق الوسيطة الى شروط معينة و معايير ملاءة مالية و فنية محددة و إيجاد نظام إفصاح واضح قد يلعـــب دور فـــي تخفيض مثل هذه المخاطر .

و قد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ المنظمة لأسواق رأس المال و التـــي قـــد يـــضمن تطبقها تحقيق الأهداف سالفة الذكر و يمكن تلخيص هذه المبادئ بثماني مجموعات[2]:

المجموعة الاولى : المبادئ المتعلقة بهيئة الرقابة علـــى الـــسوق (Regulator) و يمكـــن تليخص هذه المبادئ بوضوح مسؤوليات و واجبات هـــذه الهيئـــة و أن تتمتـــع هـــذه الهيئـــة

[1] الموقع الإلكتروني لهيئات الرقابة على اسواق رأس المال www.iosco.org

[2] السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر، القاهرة ، 2010 ، ص-ص98-105

بالإستقلال المالي و الإداري و تكون خاضعة للمساءلة امام جهة اعلى للتحقــق مــن مــدى إلتزامها بتنفيذ مسؤولياتها و تحقيق واجباتها .

المجموعة الثانية : المبادئ المتعلقة بالرقابة الذاتية (Self Regulation) و يمكن تلخــيص هذه المبادئ بان تقوم مؤسسات سوق رأس المال الأخرى (البورصـــة و المركــز) بـــدور رقابي محدد ضمن مجال عملها و أن تكون هذه المؤسسات خاضعة لإشراف الهيئة الرقابية .

المجموعة الثالثة : المبادئ المتعلقـــة بتطبيـــق التـــشريعات التـــي تحكـــم الأوراق الماليـــة (Enfocement of Securities Regulation) ، فيجب أن تتمتع الهيئة الرقابية بصلاحيات الرقابة و التفتيش للتحقق من التزام جميع الجهات الخاضعة لرقابتها بالقانون و التشريعات .

المجموعة الرابعة : المبادئ المتعلقة بالتعاون بين هيئات الرقابة (Cooperation) و ذلك من خلال التشارك في المعلومات المنشورة و غير المنشورة مع الأسواق المحلية و الأجنبيـــة و إيجاد نظام لتبادل المعلومات .

المجموعة الخامسة : المبادئ المتعلقة بمصدري إلاوراق المالية (Issuers) ، فيجـــب تـــوفر إفصاح كامل و دقيق و في الوقت المناسب عن المؤشرات المالية لهذه الشركات بمـــا يـــساعد المستثمرين في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية كما يجب تطبيق معايير المحاسبة و التدقيق الدولية في سوق رأس المال .

المجموعة الـــسادسة : المبـــادئ المتعلقـــة باليـــات الإســـتثمار الجمـــاعي (Collective Investment Schemes) (صناديق الإستثمار) و يمكن تلخيص هذه المبادئ بـــأن تقـــوم الهيئة الرقابية بايجاد الإطار التشريعي لإنشاء مشاريع الإستثمار الجمـــاعي مثـــل صـــناديق الإستثمار المشترك و ان يتم تنظيم كل ما يتعلق بهذه المشاريع .

المجموعة السابعة : المبادئ المتعلقة بالوسطاء (Market Intermediaries) ، فيجـــب أن توفر التشريعات المنظمة للسوق و التي تصدرها الهيئة الرقابية معايير تـــرخيص مؤســـسات السوق الوسيطة للعمل في السوق و من ذلك معايير رأس المال و التجهيزات الفنيـــة بهـــدف حماية المستثمرين و تخفيض المخاطر التي قد يتعرضون لها.

المجموعة الثامنة : المبادئ المتعلقة بالأســـواق الثانويـــة (Secondary Market)(ســـوق التداول) ، فيجب أن تكون هذه الأسواق و نظم اجراءات التداول خاضـــعة لرقابـــة الهيئـــة الرقابية كما يجب أن تخضع أنظمة التقاص و التسوية لرقابة الهيئة .

يرى الباحث إن إصدار القوانين المنظمة لعمل سوق رأس المال في الأردن (قـــانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 و قانون الأوراق المالية رقم 76 لـــسنة 2002) اســـتطاعت أن

تتماشى مع المبادئ الدولية في هذا المجال فبالرجوع الى القوانيين التي تـم إصـدارها فـي الأردن نجد أن هذه القوانيين نصت على إنشاء هيئة رقابية تتمتـع بوضـوح مـسؤولياتها و واجباتها و انها تتمتع بالإستقلال المالي و الإداري و تكون خاضعة للمـساءلة امـام رئـيس الوزراء ، كما أن هذه الهيئة أعطت صلاحيات للمؤسسات الخاضعة لرقابتها (بورصة عمان و مركز إيداع الأوراق المالية) فالبورصة على سبيل المثال تقوم بـدورها الرقـابي علـى عمليات التداول و على شركات الوساطة المالية، كمـا أن هـذه القـوانيين أعطـت الهيئـة صلاحيات لردع المخالفين من خلال عقوبات نص عليها القانون كما أن هذه القوانين أفـردت فصلا للإفصاح بحيث يكون إفصاح شامل و دقيق و ألزمت مصدر الأوراق المالية بتطبيـق معايير المحاسبة و التدقيق الدولية ، كما أنها أوجدت الإطـار التـشريعي لإنـشاء مـشاريع الإستثمار الجماعي و معايير لترخيص مؤسسات السوق الوسيطة.

دور التشريعات المنظمة لعمل الأسواق في تطوير أداء الأسواق المالية :

يعتبر نمو أسواق المال مطلباً اساسياً للإزدهار الإقتصادي و لقيام الأسواق الماليـة بـدورها الصحيح و بشكل يخدم الإقتصاد لا بد أن يساندها في ذلك الإطار التشريعي اللازم و تـوافر الأدوات و الخدمات المالية المتقدمة اضافة الى جهة متخصصة في الإشراف على تنفيذ هـذه التشريعات .

و تبرز أهمية التشريعات التي تنظم عمل الأسواق سواء في التشريعات التـي تعنـى اساسـا بالإصدارات الأولية و التي ترتبط في السوق الأولـي (قـانون الأوراق الماليـة الامريكـي 1933) او سواء بالتشريعات التي تعنى بالأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوي (قانون البورصات الأمريكي 1934) فتبرز أهمية هذه التشريعات في ضمان تزويـد المـستثمرين بالمعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية محل الإصدار او المتداولة و ضمان معاملتهم بشكل عادل و تداولهم ضمن اسس التداول العادل و الهدف في النهاية للإرتقاء بمـستوى الـسوق و زيادة ثقة المستثمرين بالسوق من خلال توفير الحماية للمستثمرين مـن الغـش و الخـداع و لابراز أهمية هذه التشريعات في تطور أداء السوق المالي نشير الى قـانون الأوراق الماليـة الأمريكية لعام 1933 و قانون البورصات الأمريكية لعام 1934 فقد هدفت هـذه التـشريعات الى تحقيق الإنظباط و التغلب على مظاهر الإنحراف في الأسواق المالية . ففـي دراسـة ل tung و جد أن لهذه التشريعات الفدرالية تأثيرات تبعية على سوق الأوراق المالية و النمـو

الإقتصادي العام بالرغم من أن هذه التاثيرات كانت مؤقتة [1] كما أن وجود إطار تشريعي يحكم عمل الأسواق المالية يساعد على تطور هذه الأسواق و زيادة ثقة المستثمرين بالأسواق المالية مما يساعد الحكومات و الشركات و البنوك على إيجاد مصدر تمويل طويل الاجل في هذه الأسواق[2].

دور الجهات المشرفة على تنفيذ التشريعات المنظمة للأسواق المالية

إن مثل هذه التشريعات لا بد لها من جهات متخصصة للإشراف على تنفيذها فقد كان صدور قانون الأوراق المالية و البورصات الأمريكي لعام 1934 أساسا لعلاج مسالتين هامتين اغفلهما قانون الأوراق المالية الأمريكي 1933 و هما عدم تحديد جهة مشرفة على تنفيذ القانون و شمول القانون للسوق الثانوي .

إن وجود هيئة للأوراق المالية تصدر و تقر التشريعات للجهات الخاضعة لرقابتها يتلازم مع إشراف هذه الجهة على تنفيذ هذه التشريعات يساهم في رفع كفاءة الأسواق المالية[3] فقد أوضحت دراسة ل Kein أن المؤسسات التي تم إنشاءها في سوق رأس المال في استونيا كان لها دور في تطوير أداء سوق الأوراق المالية معتمدا على مؤشرات مثل عدد الشركات المدرجة في السوق و عدد الأوراق المالية المسجلة و نسبة سيولة السوق[4] .

إن تطور سوق رأس المال سواء في جانب العرض و ذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال و خلق ادوات جديدة او سواء في جانب الطلب و ذلك بنشر الوعي الإدخاري لدى الافراد و توفير المعلومات الكافية و الصحيحة عن القطاعات لابد أن يرتبط اساسا بإدارة للسوق يتوفر لديها الوضوح في مسؤولياتها و إستقلالية في تنفيذ أعمالها و يتوفر لديها السلطة الكافية و الموارد اللازمة لممارسة سلطاتها بشكل يمكنها من إصدار التشريعات و الإشراف على تنفيذ هذه التشريعات بشكل يضمن حماية المستثمرين و تحسين أداء السوق فصدور قانون الأوراق المالية الأردني رقم 23 لسنة 1997 استطاعت أن يوجد هذه الإدارة للسوق (هيئة الأوراق المالية) و جاء صدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 موسعا لصلاحيات هذه الجهة.

---

[1] Liu, Tung., Santoni, Gary., and Stone, Courtenay .," Federal Secutities Regulation and Stock Market Returns" ,. Op.cit., p-p 613 – 675

[2] Kibuthu Wambui " Capital Market in Emerging Economies : Case Study of the Nairoi Stock Exchange" www.fletcher.tufts.edu 2005

[3] دريد ال شبيب و عبدالرحمن الجبوري " أهمية تطوير هيئة رقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي "، مصدر سابق

[4] Kein, Alar,." Development of Capital Market and its Institutions in Estonia" , Journal of Banking and Finance , Vol 4, No 7 ,2007, p-p 112 – 140

المبحث الثالث : صدور بعض التشريعات على مستوى بورصة عمان للأوراق المالية

يعلل الباحث إختيار التشريعات المتعلقة بالإفصاح و شركات الخدمات المالية و الإدراج في هذه الدراسة لدراستها و بيان أثرها على أداء السوق دون غيرها من التشريعات التي تم إصدارها في سوق عمان المالي بالاسباب التالية:

1. أظهرت دراسات سابقة اجريت على سوق عمان المالي لفترة سبقت إصدار تشريعات تخص الإفصاح ان الإفصاح المالي غير صحيح فقد تبين أن بعض الشركات تلجا الى التلاعب بارقام تقاريرها السنوية، هذا فضلا عن أهمية الإفصاح بالنسبة للسوق المالي.
2. اظهرت دراسات سابقة اجريت على مستوى الوطن العربي أن مؤسسات و شركات الخدمات المالية هي احد العوامل الرئيسية وراء عدم تطور الأسواق المالية العربية، كما أن بعض الدراسات عزت عدم كفاءة سوق عمان المالي الى عدم تطور الخدمات المالية في شركات الوساطة المالية خصوصا في مجال الإستشارات المالية و ندرة المحللين الماليين.
3. أظهرت دراسات سابقة اجريت على سوق عمان المالي قصور شروط الإدراج في السوق لفترة سبقت إصدار التشريعات الجديدة في هذا المجال.

فضلاً عن ان هناك تشريعات في سوق راس المال الأردني غير مفعلة كالتشريعات الخاصة بأسهم الخزينة لذلك إرتأى الباحث اختيار هذه التشريعات تحديدا لدراستها و لبيان أثرها على أداء السوق و فيما يلي بيان لكل منها :

اولا : الإفصاح

الإفصاح (Disclosure) **:** إظهار كل المعلومات التي قد تؤثر على متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية و هذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم المالية و التقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون لبس أو تظليل.[1]

[1] وليد الحيالي ، المحاسبة المتوسطة-مشاكل القياس و الإفصاح المحاسبي ، دار حنين ، عمان ، ص371

و قد عرف الحماد الإفصاح على أنه إتباع سياسة الوضوح الكامل و إظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع و يعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لاعداد القوائم المالية و هذا يعني ان تشمل القوائم المالية و الملاحظات و المعلومات الاضافية المرفقة بها على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهتمةبالمشروع .[1]

و قد عرف حنان الإفصاح بانه تقديم المعلومات و البيانات الى المستخدمين بشكل مضمون و صحيح و ملائم لمساعدتهم في إتخاذ القرارات لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين و الخارجين في ان واحد[2] .

بالرغم من أن التعاريف السابقة للإفصاح اختلفت فيما بينها حول كمية و مقدار المعلومات المقدمة الى مستخدميها الا ان جميعها اكدت على ضرورة اظهار المعلومات بشكل صحيح و مضمون بحيث لا يشوبه لبس او تضليل .

يعتمد الإستثمار في الأوراق المالية و تداولها بالدرجة الاساس على الإفصاح عن البيانات و المعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي ، فعملية الإفصاح المالي و اشهار المعلومات روح اي سوق مالي و اساس سلامة استمرارة . و يعد الإفصاح العنصر الاساس في تحديد اسعار الأوراق المالية[3] و إن دقة البيانات و المعلومات تؤثر كثيرا على قرار المستثمرين.

يرى الباحث ان توفر إفصاح دقيق و كافي أمر هام لنجاح السوق لكن لابد أن يكون ذلك مقرونا بتوفر جهات متخصصة قادرة على ترجمة و تحليل و قرأة هذه المعلومات لتقديمها للمستثمرين كما لا بد من توفر الإطار التشريعي الذي يحكم عملية الإفصاح بحيث يضمن إفصاح دقيق دون لبس او تضليل.

---

[1] طارق حماد ، التحليل الفني و الاساسي للأوراق المالية ، الطبعة الاولى ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1998 ،ص 80

[2] حنان رضوان ، نظرية المحاسبة ، مديرية المطبوعات الجامعية ، حلب ، 1991 ، ص 211

[3] رتاب خوري و مسعود بالقاسم ،" أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على اسعار أسهم و حجم التداول للشركات المساهمة العامة الأردنية" ، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال ، المجلد 2 ، العدد2 ، 2006

الإطار التشريعي للإفصاح :

يتشكل الإطار التشريعي الذي يحكم عملية الإفصاح اساسا من نصوص المواد القانونية الواردة بهذا الخصوص في قوانين أسواق رأس المال و تلك القوانين المنظمة لمهنة المحاسبة و التدقيق و ما تتبناه المهنة من مبادئ محاسبية و معايير تدقيق .

تطور التشريعات المنظمة لإفصاح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

منذ مطلع الثمانينات تبين لإدارة سوق عمان ان بعض الشركات تلجا الى التلاعب بارقام تقاريرها السنوية (الميزانية العمومية و الارباح و الخسائر) بشكل لا يعكس أوضاعها الحقيقية فيظهرها شركات رابحة على الرغم من أنها تحقق خسائر و يعتبر هذا الأمر من أخطر الممارسات التي يمكن أن تؤثر سلبا على سلامة و استقرار هذا السوق و تعميق الثقة بعملياته لانه المستثمر لا يفقد الثقة بالشركة التي يكتشف التلاعب بها فحسب بل يتعدى ذلك الى جميع الشركات بالتالي السوق كاملا.[1]

و من هنا فقد أولت إدارة السوق ممثلة بهيئة الأوراق المالية إهتماما خاصة بموضوع الإفصاح عن المعلومات المالية و غير المالية و التشريعات التي تحكمها و التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية و قرارات المستثمرين كما تابعت الهيئة إلزام الشركات المساهمة العامة و الجهات الخاضعة لرقابتها بتعليمات الإفصاح الصادرة عنها و من أجل الأهمية البالغة لعمليات الإفصاح تم إصدار تعليمات للإفصاح عام 1998 كما تم إصدار تعليمات جديدة للإفصاح تسمى تعليمات إفصاح الشركات المصدرة و المعايير المحاسبة و معايير التدقيق لسنة 2004 بصورتها النهائية و بدء العمل بها إعتبارا من 2004/03/01.

إن إصدار تعليمات جديد لإفصاح الشركات المصدرة و الذي بدء العمل بها إعتبارا من 2004/03/01 جعل هذه التعليمات منسجمة مع المبادئ الدولية المتعلقة بمصدري الأوراق المالية فقد توصلت دراسات الى جودة البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح في سوق عمان المالي[2] و كما توصلت دراسات الى العلاقة بين الإفصاح في التقارير المالية و قرار الإستثمار من قبل المستثمرين في سوق عمان المالي[3]. فضلا عن أن هيئة الأوراق المالية إعتمدت

---

[1] زياد رمضان ،"سوق عمان المالي الى اين"، مجلة العلوم الاجتماعية ، المجلد 14 ، العدد 1، 1986 ، ص60

[2] محمد ابونصار و علي ذنيبات ،" أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية و مدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية " مجلة دراسات العلوم الإدارية ، الجلد 32 ، العدد 1 ، 2005 ، ص 128

[3] مدحت عبداللطيف الزبيدي، "أثر الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على قرار المستثمرين في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية ، جامعة اليرموك، اربد، 2006 ص75

معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس المحاسبة الدولية و أصبح لزاما على جميع الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة إعداد بياناتها المالية وفقا لهذه المعايير كما إعتمدت معايير التدقيق الدولية الصادرة عن الإتحاد الدولي للمحاسبين لغايات تدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.

المبادئ الدولية المتعلقة بمصدري الأوراق المالية :[1]

هناك مبادئ دولية تتعلق بالشركات المصدرة للورقة المالية و يمكن تلخيص هذه المبادئ بما يلي :

- يجب أن يتوفر إفصاح دقيق و في توقيت مناسب عن المؤشرات المالية و كذلك المعلومات الأخرى التي تساعد المستثمرين إتخاذ القرارات المناسبة .
- يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات باسلوب يتسم بالعدالة .
- يجب أن تكون معايير المحاسبة و التدقيق في اعلى المستويات المقبولة عالميا .

و تجدر الاشارة الى أن الإفصاح تنطلق بداياته عند إصدار الأسهم لذلك لا بد على الشركة المصدرة إصدار نشرة إصدار الأسهم و يجب أن تتضمن معلومات ما يلي كما نصت عليها تعليمات الإفصاح .[2]

1. معلومات عن الأسهم المطروحة مثل أسهم الشركة و رأسمالها و نوع الأسهم و القيمة الاسمية و عدد الأسهم المطروحة و سعرها.
2. شروط و اجراءات الاكتتاب مثل طرح الأسهم و مكان و تاريخ الإكتتاب و تحديد الحد الادنى للإكتتاب الواحد بالأسهم .
3. تسجيل الشركة و غاياتها كما هي في نظامها الاساسي.
4. حقوق المساهمين و مسؤليات المساهم و نقل ملكية الأسهم.
5. الغاية من الإصدار و كيفية استغلال حصيلته.

[1] الموقع الالكترزني للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على اسواق رأس المال www.iosco.org مرجع سابق
[2] رشا العصار و هشام شاهين ، تشريعات مالية و مصرفية ، الطبعة الاولى ، دار البركة للنشر و التوزيع ، عمان ، ص 230

6. وصف الشركة مثل بيان المنتجات و الخدمات الرئيسية و أسواقها المتوقعة و بيان الجدوى الإقتصادية للمشروع و اسم الجهة التي اعدتها و بيان وضع الشركة التنافسي و بيان مدى تمتع الشركة بمزايا قانون تشجيع الإستثمار.
7. مصادر تمويل الشركة بحيث يبين عدد و نسبة مساهمة المؤسسين و المكتتبين و اي مصادر أخرى.
8. إدارة الشركة بحيث يبين ملخص لأهم واجبات و مسؤوليات مجلس الإدارة المنصوص عليها في النظام الاساسي للشركة.
9. عدد المؤسسين و توزيع ملكية أسهم الشركة.

ثانيا : شركات الخدمات المالية :

تنظيم وإدارة شركات الخدمات المالية في أسواق الأوراق المالية الدولية

سيتم تناول تنظيم و إدارة شركات الخدمات المالية في الأسواق المالية الدولية حسب طبيعة البورصة من حيث تنظيمها

إدارة البورصات المنظمة

توجد البورصات المنظمة في العديد من دول العالم و يقع اكبرها و أهمها في العالم في مدينة نيويورك و يتم في هذه السوق تداول حوالي ثلثي مجمل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المنظمة في امريكا و بما ان بورصة نيويورك هي اكبر بورصات العالم و لما تتمتع به من درجة عالية من التطور و التنظيم في أعمالها سيتم وصف تنظيم هذه البورصة للتعرف على تنظيمها و على الية عملها كافضل مثال على تنظيم البورصات الدولية.

اعضاء البورصات الدولية

يقتصر التداول في الأوراق المالية المسجلة بالبورصة على الاعضاء المسجلين فيها فقط و يمارس اعضاء البورصة العديد من الوظائف و طبقا لهذه يتم تصنيف اعضاء البورصة الى[1] :

الوسطاء بالعمولة : Commission Brokers

و يقوم هؤلاء الوسطاء بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء او البيع بالبورصة و يحصلون على عمولة محددة مقابل تنفيذ الأوامر

[1] محمد الحناوي و جلال العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ،2002 ص57

سماسرة الصالة : Floor Brokers

في حال عدم امكانية تنفيذ العملية بواسطة الوسطاء بالعمولة بسبب عدد الأسهم او بسبب نشاط السوق يلجأ الوسيط بالعمولة الى خدمات سمسار الصالة و في هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما و يساهم سمسار الصالة في سرعة تنفيذ الأوامر

تجار الصالة : Floor Traders

و هم يختلفون عن سماسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط حيث يعملون بالمضاربة من خلال البحث عن فرص بيع و شراء مربحة للمتاجرة بها

المتخصصون (صناع السوق) : Specialists

يتعامل المتخصصون بسهم او اكثر خصصت لهم من قبل إدارة البورصة و يعتبر المتخصصون صناع للسوق و يمكن أن يعملوا كوسطاء لتنفيذ طلبات مقابل عمولة بدون تحمل مخاطر كما يمكن أن يعملوا كمتعاملين لحسابهم الخاص بالتالي تحمل مخاطر امتلاك الأوراق المالية و يساهم المتخصصون في تحقيق التوازن بين العرض و الطلب في السوق و يمكن القول أن سعر بيع او شراء اي ورقة مالية يتحدد في السوق على ايدي المتخصصين .

فإضافة الى الدور التقليدي الذي تلعبة شركات الوساطة في الأسواق المالية الدولية فهي يمكن أن تعمل كمقرض للمستثمر الذي يتعامل معها فضلاً عما تقدمه لعملائها من ابحاث مجانية تشمل معلومات ضرورية للمستثمر اضافة الى تحليلات مالية متخصصة .

ترى بعض الدراسات أن غياب صناع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية و إعتماد هذه الأسواق إعتمادا منفردا تقريبا على دور الوسيط بالعمولة–الوسيط التقليدي– في مطابقة أوامر البيع و الشراء بين البائعين و المشترين و عدم وضوح وظائف هؤلاء الوسطاء من الناحية العملية او الخلط غير المقبول احيانا في وظائفهم ربما يعتبران قصور في بناء البورصات و التي من الممكن أن تترك اثار سلبية على أداء الأسواق [1] و قد أوضحت دراسات سابقة الى أن إحداث الإجراءات القانونية و التشريعية المنظمة لمهنة الوساطة المالية و إنشاء إطار لخلق مثل هذه الشركات و إيضاح مسؤولياتها كان له الأثر الايجابي على نشاط البورصة [2] و تعتبر بورصة عمان مثال على البورصات المالية المنظمة.

---

[1] جواد حديد ،"صناع السوق في بورصات الأوراق المالية " مجلة المصارف العربية ، المجلد 14 ، العدد 161 ، 1994 ص 99

[2] علا العياشي و يوسف البختي ،" استراتيجية تنشيط البورصة و تنمية سوق الرساميل بالمغرب" ، منشورات اتحاد المصارف العربية، استرتيجيات تنشيط البورصات العربية و الربط بينها ، بيروت ، 1994 ص47

إدارة البورصات غير المنظمة

ليس لهذا السوق مكان محدد ليلتقي فيه المتعاملون بالبيع و الشراء و إنما يتم التعامـل بهـذا السوق من خلال بيوت السمسرة و لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات و التي تـتم مـن خلال شبكة إتصالات متطورة يتصل الوسطاء و المتعاملون في هـذا الـسوق مـع بعـضهم بإستمرار من خلال خطوط سلكية خاصة و شاشات الكمبيوتر مـن خـلال شـبكة مجهـزة خصيصا لهذا الغرض [1]

الوسطاء في البورصات غير المنظمة [2]

تتم عملية التداول في هذا السوق بواسطة الوسطاء و المتعاملين الذين يقومون ببيع و شـراء الأوراق المالية ، تحتفظ بعض شركات الوساطة بمخزون من الأوراق المالية حيـث تـشتري الأوراق المالية من الافراد حين يقررون بيعها ، فإذا كان المتعامل يبيع و يشتري نوع معـين من الأوراق المالية بشكل منتظم فيقال بأن هذا المتعامل هو صانع سوق لهذه الورقة في سوق غير منظم .

تنظيم وإدارة شركات الخدمات المالية في بورصة عمان للأوراق المالية

تتألف العضوية في بورصة عمان من جميع شركات الخدمات المالية المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية لممارسة أعمال الوساطة المالية و يطلق عليهم الوسطاء المـاليين، و تعتمـد نوعية الخدمات التي تقدمها شركات الخدمات المالية في بورصـة عمـان بـإختلاف نـوع الترخيص الذي تحصل علية من إدارة البورصة كما تختلف متطلبات الترخيص حسب نوعية الخدمات المنوي تقديمها و فيما يلي شرح للخدمات المقدمة و متطلبات ترخيصها .

الخدمات المقدمة من قبل شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية في الأردن

شركات الخدمات المالية : الشركة المرخص لها من قبل هيئة الأوراق المالية بممارسة عمـل أو أكثر من الأعمال التالية ؛ أمانة الإستثمار ، إدارة الإسـتثمار ، الإستـشارات الماليـة ، الوساطة المالية ، المودع لدية ، إدارة الاصدارات الأولية او أي أعمال أخرى يقررها مجلس مفوضية هيئة الأوراق المالية .[3]

---

[1] احمد عبداللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، القاهرة ، 1994 ص11

[2] احمد عبد اللطيف ، المرجع السابق ، ص 12

[3] رمزي ماضي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لسنة 1997 ، الطبعة الاولى ، دار وائل ،عمان 1997 ، ص28

معتمدي المهن المالية : الاشخاص الطبيعيين المرخص لهم من قبل هيئة الأوراق المالية ممارسة عمل او أكثر من الأعمال التالية ؛أمانة الإستثمار ، إدارة الإستثمار ، الإستشارات المالية ، الوساطة المالية ، المودع لدية ، إدارة الاصادرات الأولية [1].

و يمكن توضيح كل خدمة من هذه الخدمات المالية كالتالي :[2]

إدارة الإستثمار:

إدارة محافظ الأوراق المالية أو صناديق الإستثمار بيعا و شراء بناء على تفويض العميل و من خلال اتفاقية إدارة الإستثمار الموقعة بينهما و التي تحدد السياسة الإستثمارية للعميل و صلاحيات و واجبات الإستثمار و ذلك تحت رقابة و إشراف أمين الإستثمار،على أن لايقل رأس المال عن 1,000,000دينار .

أمانة الإستثمار :

تشمل أعمال أمين الإستثمار من تقويم و متابعة إدارة إستثمارات العملاء و التأكد من مطابقتها مع السياسة الإستثمارية للعميل الواردة ضمن الاتفاقية المبرمة بين العميل و مدير الإستثمار و على أمين الإستثمار اعلام الهيئة و العميل و مدقق حسابات العميل عن اي مخالفة يرتكبها مدير الإستثمار و يطلب من مدير الإستثمار تصويب المخالفة فورا و إذا لم يستجيب للطلب يتحمل مدير الإستثمار تبعة ذلك، على أن لايقل رأس المال عن 50,000دينار.

و تجدر الإشارة أنه لا يجوز لأي شركة الجمع بين أمانة الإستثمار و إدارة الإستثمار لعميل واحد خوفا من تضارب المصالح .

الإستشارات المالية :

تقديم النصح و المشورة لعملائة من المستثمرين حول شراء او بيع أية أوراق مالية حيث يكون لدية أسباب معقولة و مقنعة تستند الى بعض المؤشرات الإقتصادية و الماما حول تلك

[1] رمزي ماضي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لسنة 1997 ، المرجع السابق ، ص28
[2] جمعة عباد و اسماعيل الطراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الأردن ، الطبعة الرابعة ، دار وائل ،عمان 2009 ص ص 218-222

الأوراق بالاستناد الى الميزانيات الصادرة عنها ، على ان لايقل رأس المـــال عـــن 30,000 دينار.

الوساطة المالية :

شراء و بيع الأوراق المالية من قبل وسيط مالي بالعمولة لحساب الغير وفق أمـــر محـــدد او لحسابة الخاص. على أن لا يقل رأس المال عن 750,000 دينارالوسيط المالي و 500,000 دينارالوسيط لحسابة.

الحافظ الأمين :

و يقصد بالحافظ الأمين الشخص الإعتباري الذي يمارس أعمال الحافظ الأمين للأوراق المالية و كان يطلق علية سابقا المودع لدية .

و يمكن تلخيص أعمال الحافظ الأمين (المودع لدية) ما يلي :

1. تسجيل الأوراق المالية الخاصة بعملائه المودعين باسمه.
2. استلام و تسليم الأوراق المالية الخاصة بعملائه عند تداولهم بالأوراق المالية.
3. قبض ارباح الأسهم و فوائد السندات الخاصة بعملائة.

إدارة الإصدارات الأولية :

و تشمل النشاطين الرئيسين التاليين :

القيام نيابة عن المصدر بجمع الدراسات و الاجراءات اللازمة لإصدار الأوراق المالية الجديدة بما في ذلك تسجيل الأوراق المالية لدى الهيئة (مدير إصدار).

التسويق و تغطية الإكتتاب في الأوراق المالية الجديدة نيابة عن المصدر بموجب اتفاقية التعهد بتغطية الإصدار (متعهد تغطيـــة)، علـــى أن لا يقـــل راس مـــال التعهـــد بتغطيـــة عـــن 5,000,000دينار و التسويق عن 500,000 دينار.

يرى الباحث أنه بالرغم من إصدار التشريعات المنظمة لعمل شركات الخدمات المالية في الأردن إلا أن هذه الشركات لا تخرج عن كونها شركات خدمات مالية تقليدة لا يتعدى دورها غالبا عن مطابقة أوامر البيع و الشراء بين المشترين و البائعين فالتشريعات القانونية لا تسمح لها ببيع الأوراق المالية بيعا سالبا (المكشوف) إضافة الى ضعف هذه الشركات نفسها في مجال الإستشارات المالية من ابحاث مجانية و معلومات ضرورية للمستثمر إضافة الى تحليلات مالية متخصصة كما أن هذه التشريعات لا تتيح لهذه الشركات بأن تعمل كصانعة للسوق على مستوى ورقة مالية واحدة او مجموعة من الأوراق المالية .

تطور التشريعات المنظمة لأعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية في الأردن :

إن وجود خدمات مالية مميزة تقدم من خلال مكاتب الوساطة عالية الكفاءة يعتبر من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية[1] و من هنا سعت سوق عمان المالية و منذ البداية الى تطوير الخدمات المالية من خلال ترخيص عدد من شركات الوساطة المالية المتخصصة لتكون شركات صانعة للسوق عن طريق العمل على تنشيط تداول الأوراق المالية من خلال تمويل عمليات التداول فتقوم بوظيفة التغطية و التسويق إبتداء من مرحلة الإصدار الأولي. و قد ثبت في دراسات سابقة[2] أن هذه الشركات لم تساهم في التمويل قصير الأجل لتمويل عمليات التداول في السوق الثانوية و أنها لم تقم بواجبها كصانعة للسوق إضافة الى غياب دور مثل هذه الشركات في ضمان توافر استقرار بيع و شراء أوراق مالية محددة في كل الاوقات[3] كما أن قلة الشركات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية و بخاصة مصارف الإستثمار هي من أهم العوامل الرئيسية وراء عدم تطور أسواق المال في الدول النامية[4].

لذا فإن هيئة الأوراق المالية تقوم بوضع التشريعات المنظمة لأعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية و الرقابة عليها و تطويرها و رفع مستوى الخدمات المالية المقدمة و

[1] هوشيار معروف ، الاستثمارات و الاسواق المالية ،مرجع سابق ،ص 87
[2] زياد رمضان ،"سوق عمان المالي الى اين"، مرجع سابق ، ص62
[3] جواد حديد ،"صناع السوق في بورصات الأوراق المالية " ، مرجع سابق، ص65
[4] حسين احمد و زياد الفيصل،" الافاق المستقبلية لتطوير اسواق المال في الوطن العربي " ، مرجع سابق ،ص45

ذلك من خلال و ضع متطلبات و شروط ترخيص الخدمات المالية فيوجد حالي 94 شركة في هذا المجال مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية[1].

و بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 أصدر مجلس مفوضية هيئـــة الأوراق المالية التعليمات المنظمة لأعمال شركات الخدمات المالية و التي إحتوت شـــروط تـــرخيص شركات الخدمات المالية و الشروط و الواجبات التي على معتمد المهن المالية الإلتزام بها لنيل الرخصة لممارسة عمله اضافة الى بعض التعليمات الأخـــرى المنظمـــة لأعمـــال شـــركات الخدمات المالية و ذلك بهدف رفع مستوى هذه الخدمات و إيجاد خدمات مالية أخرى لم تكـــن موجودة في السابق مثل خدمات أمانة الإستثمار و إدارة الإستثمار و غيرها و تجدر الإشارة الى انه تم إصدار هذه التعليمات بتاريخ 1999/02 .

و في عام 2002 صدرت الإرادة الملكية السامية بالموافقة على قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 و الذي إحتوى على تعديلات وفي مجال أعمال شـــركات الخـــدمات الماليـــة و معتمدي المهن المالية لتصبح بذلك التعليمات المنظمة لأعمال شركات الخـــدمات الماليـــة و معتمدي المهن المالية اكثر تماشيا _ بالمعيار القانوني و ليس التطبيقي علـــى الاقـــل _ مـــع المبادئ العالمية الخاصة بالشركات العاملة في مجال الخدمات المالية.

المبادئ الدولية المتعلقة بشركات الخدمات المالية :

تطورت الأنظمة و التشريعات التي تحكم أسواق المال بشكل كبير و أصـــبح هنـــاك مبـــادئ متعارف عليها تحكم عمل أسواق رأس المال او ما يعـــرف بالمبـــادئ الثلاثـــين لتـــشريعات الأوراق المالية الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الرقابة (IOSCO) International Organization of Securities Commissions و جزء من هـــذه المبـــادئ متعلـــق ب المبادئ التي تحكم عمل شركات الخدمات المالية.

و يمكن تلخيص المبادئ الدولية المتعلقة بشركات الخدمات المالية بما يلي :[2]

- يجب أن يكون هناك حد ادنى من الشروط الواجب توفرها في الشركات العاملة فـــي مجال الأوراق المالية.

---

[1] هيئة الأوراق المالية ، دائرة الترخيص و التفتيش

[2] الموقع الإلكتروني للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة www.iosco.org

- يجب أن يتوفر للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية رأس مال مصدر و قابل للزيادة بالاضافة الى متطلبات أخرى لازمة لهذه الشركات.
- يجب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسبة للتنظيم الداخلي لهذه الشركات و الخبرة للازمة للمديرين و التي تهدف لحماية مصالح العملاء و بحيث تقبل الإدارة تحمل المسؤولية تجاه هذه المتطلبات.
- يجب توافر اجراءات قانونية للتعامل مع فشل هذه الشركات مجال أداء أعمالها للحد من اضرار و خسائر المتعاملين و احتواء مخاطر المعاملات.

و من أهم هذه التعديلات التي تضمنها قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مجال أعمال شركات الخدمات المالية:

- الزام شركات الخدمات المالية بقواعد السلوك المهني مما يؤدي الى تعظيم مصالح عملائهم و تحقيق أهدافهم الإستثمارية . و هو ما اشارة الية المواد 56 و 57 من القانون اعلاه.
- الفصل بين الوسيط المالي و الوسيط لحسابة مما يعني فصل حسابات العميل عن حسابات الشركة و هي اجراء كفيل بتعزيز حماية العملاء كما وردت تعليمات صريحة بفصل أموال الشركة و موجوداتها و أوراقها المالية عن تلك الخاصة بالعميل . وهو ما اشارة له المواد 55 و 47 من القانون اعلاه.
- زيادة مستوى العقوبات على شركات الخدمات المالية الذي يثبت تصرفهم بشكل يعرض مصالح العملاء و السوق للخطر . و هو ما اشارة له المادة 112 من القانون اعلاه.
- لايجوز لاي شخص و في الوقت نفسة بعمل مدير إستثمار و أمين إستثمار للحساب ذاته او العميل ذاته . و هو ما نص عليه القانون اعلاه بشكل صريح.

شروط ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية:[1]

1. أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة عامة او مساهمة خاصة او ذات مسؤولية محدودة تنحصر غاياتها الرئيسية في أعمال الخدمات المالية و الحفظ الأمين.

[1] جمعة عباد و اسماعيل طراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الاردن ، مرجع سابق ، ص223

2. إذا كان طالب الترخيص بنكا فيتم ممارسة أعمال الوساطة من خلال شركة تابعة او حليفة او مملوكة له بالكامل.
3. أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع حسب كل عمل تطلب ممارسته عن مبلغ معين تم ذكرة من خلال التعريف هذه الخدمات سابقا .
4. أن لا يقل الحد الأدنى لرأس مال طالب الترخيص لممارسة عملين او أكثر من أعمال الخدمات المالية عن مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكل عمل من الأعمال التي يطلب ممارستها.
5. أن يتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة و الكفاءة اللازمين لعملهما وفقا لأحكام التعليمات.
6. أن يتم تسديد رسوم الترخيص و رسوم تجديد الترخيص السنوية وفقا للأنظمة المعمول بها .
7. أن يقدم طالب الترخيص كفالة بنكية غير مشروطة لأمر الهيئة وفقا لما يقرره المجلس على أن لا تزيد قيمة الكفالة وفقا لكل عمل عن ما يلي :

الوساطة المالية 150,000 دينار

أمانة الإستثمار 15,000 دينار

إدارة الإستثمار 250,000 دينار

الإستشارات المالية 10,000 دينار

التمويل على الهامش 250,000 دينار

أمانة الإصدار 15,000 دينار

الحفظ الأمين 250,000 دينار

إدارة الإصدارات الأولية : من خلال الالتزام بتحقيق غاية 500,000 دينار و من خلال الالتزام ببذل عناية 100,000 دينار

8. تكون الكفالات ضمانا للإلتزامات المترتبة على الـــشركات تجـــاه الغيـــر و الإلتـــزام بالتشريعات المعمول بها.
9. يجب أن لا يقل مبلغ صافي حقوق المساهمين عن 75% من رأس المـــال المـــدفوع لطالب الترخيص .

العلاقة القانونية بين شركات الخدمات المالية و العميل :

بموجب التشريعات الجديدة تم إلزام شركات الوساطة المالية بإبرام اتفاقيات خطية مع عملائها قبل تنفيذ أي عملية لصالحهم مما يؤدي الى حماية أموال العملاء و عدم التصرف بها إلا وفقا للشروط المتفق عليها بين الطرفين فعلى الوسيط أن يقوم بابرام إتفاقية خطية مع عميله بحيث يكون التعامل بالأوراق المالية الخاصة بالعميل متفقا مع أحكام هذه الاتفاقية و قد نصت المادة (5) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان أن تتضمن الإتفاقية اسم و عنـــوان كل من الوسيط و العميل و بيان العمولات التي سيتقاضاها الوسيط مقابل خدماته شـــريطة أن تكون هذه العمولات ضمن الحدود المسموح بها كما اشارة المادة(6) من التعليمات المذكورة ان على الوسيط الحصول على تفاويض خطية او هاتفية من عملائه تخولـــه التـــصرف فـــي الأوراق المالية بالنيابة عنهم و تعتبر هذه التفاويض ملزمة له.

ثالثا : تعليمات الإدراج

بإعتبار أن بورصة عمان هي مثال على البورصات المنظمة فإننا سنتناول موضـــوع إدراج الأسهم في الأسواق الدولية المنظمة .

إدراج الأسهم في الأسواق الدولية المنظمة :

تشترط تعليمات البورصات الدولية المنظمة أن تكون جميـــع الأســـهم المتداولـــة فـــي تلـــك البورصات مسجلة و هناك متطلبات معينة يجب أن تتوافر في الشركة قبل أن يـــتم تـــسجيل أسهمها بالبورصة تتعلق هذه المتطلبات بحجم الشركة و عمرها و ســـجل ارباحهـــا و عـــدد أسهمها المتداولة و يمكن اجمال هذه الشروط بما يلي [1]

- أن يكون هناك حد ادنى لحجم الشركة
- أن يكون هناك حد ادنى من الأسهم المتوفره للجمهور ان تكون الشركة ارباحا لعـــدد معين من السنوات

[1] محمد الحناوي و جلال العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، مرجع سابق ، ص55

- ان يتكون مجلس الإدارة من اشخاص مستقلين في مهامهم عن مهام إدارة الشركة
- أن يكون للشركة هيئة تدقيق مكونة من اشخاص مستقلين
- أن يتم اعداد القوائم المالية طبقا للاصول و الاعراف الدولية

من الوظائف المهمة للأسواق المالية خلق استمرارية التعامل و اكساب الورقة الماليـــة صـــفة السيولة و لاستمرارية التعامل مستويان : على مستوى الورقة المالية و على مستوى الـــسوق، فمن العوامل التي تؤدي الى توليد الاستمرارية بالنسبة للورقة المالية هي وجود عدد كبير من حملة الأسهم في الشركة الواحدة[1] لذا فقد حرصت البورصات العالمية علـــى وضـــع شـــروط معينة قبل الموافقة على إدراج أسهم الشركات في الأسواق الثانوية، فاذا حدث ســقوط لاحـــد الشروط المتعلقة بالتسجيل يتم الغاء تسجيل الشركة ، فضلا عن أن شـــروط الإدراج القويـــة يمكن أن تكون مهمة جدا في حماية المستثمر.[2]

تطور التشريعات التي تحكم شروط الإدراج في سوق عمان المالي:

كشفت دراسات سابقة عن قصور شروط الإدراج في سوق عمان المالي و قد تبـــين أن هـــذه الشروط لا تساعد على خلق استمرارية التعامل على مستوى الورقة فهناك كثير مـــن أســـهم الشركات التي تم ايقاف تداولها عام 1984 نتيجة لاوضاعها المالية كما أن هناك كثيرمن أسهم الشركات المدرجة التي لم تتداول طيلة العام لذا فإن شروط الإدراج في سوق عمـــان المـــالي اغفلت نواحي عدة التي كانت السبب قصور شروط الإدراج و منها[3] :

- تحديد الحد الادنى لعدد من يحملون حدا ادنى من أسهم الشركة لـــضمان اســـتمرارية التعامل في تلك الأسهم.
- تحديد الحد الادنى لعدد أسهم الشركة المتداولة بين الجمهور.
- اشتراط تحقيق حد ادنى من الارباح و لعدد معين من السنوات.

و من أجل ذلك و خلال عام 2000 أصدرت البورصة تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية تضمنت تقسيم البورصة الى ثلاثة أسواق و هي السوق الاولى و الـــسوق الثانيـــة و الـــسوق

---

[1] زياد رمضان ،"سوق عمان المالي الى اين"، مرجع سابق ، ص61

[2] Black, Bernard S., "The Role of Self-Regulation in Supporting Korea's Securities Markets", Journal of Korean Law, Vol. 3, 2003. Available at SSRN: http://ssrn

[3] زياد رمضان ، تقويم سوق عمان المالي داخليا نطاق العمل ،الوظائف و الفعاليات ، مستوى الكفاءة ، مرجع سابق ، ص235

الثالثة و ذلك وفقا لمعايير رأس المال و القيمة السوقية و الارباح و حقوق المساهمين و معدل الدوران و عدد ايام التداول. و قبل الخوض في شروط الإدراج في بورصة عمان لابـد مـن الوقوف عند تقسيمات السوق و انواع الأوراق المالية المدرجة فـي سـوق الأوراق الماليـة الأردنية .

الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان :

حددت التشريعات الجديدة للأوراق المالية المقصود بالأوراق المالية ب :[1]

- أسهم الشركات القابلة للتحويل و التداول
- اسناد القرض الصادرة عن الشركات او الحكومة او المؤسسات الرسمية
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة او المؤسسات الرسمية العامـة او المؤسـسات العامة او البلديات
- ايصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية
- الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار
- اسناد خيار المساهمة
- العقود انية التسوية و العقود اجلة التسوية
- عقود خيار الشراء و عقود خيار البيع

جاء قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 2002 ليعيد تعريف الأوراق المالية بصورة أوسـع ليضيف لها اي حق في الحصول على أي ورقة ذكرت سابقا . و بموجـب قـانون الأوراق المالية رقم 23 فقد تم إصدار شروط جديدة للإدراج.

تقسيمات السوق في بورصة عمان و شروط الإدراج :

السوق الاول : و هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلالة تـداول أوراق ماليـة تحكمها شروط إدراج خاصة و فقا لمعايير رأس المال و القيمة السوقية و الارباح و حقـوق المساهمين و معدل الدوران و عدد ايام التداول .(السوق النظامي سابقا)

[1] جمعة عباد و اسماعيل طراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الاردن ، مرجع سابق ،257

السوق الثاني : و هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلالة تـداول أوراق ماليـة تحكمها شروط إدراج خاصة و فقا لمعايير اقل تشددا في رأس المال او القيمـة السـوقية او الارباح او حقوق المساهمين او معدل الدوران او عدد ايام التداول. (السوق الموازي سابقا)

السوق الثالث : و هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامـل بـالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة[1] .

شروط الإدراج في السوق الثاني (الموازي سابقا)[2]

- أن لايقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس المال المدفوع و صافي حقوق المساهمين هو رأس المال المدفوع و الاحتياطي الاجباري و الاحتياطي الاختياري و الاحتياطي الخاص و علاوة الإصدار و الاربـاح المـدورة او مطـروح الخـسائر المتراكمة او خصم الإصدار.
- أن يكون قد مضى على منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة
- يتعين على الشركة أن تزود البورصة بالمعلومات التالية :

1. التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية.
2. البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق الحساباتها من بداية الـسنة و حتى نهاية الربع الاخير الذي يسبق تاريخ الإدراج.
3. علاقة الشركة مع الشركات الأخرى سواء اكانت شركات تابعة او شـقيقة او حليفة (إن وجدت).
4. اسماء اعضاء مجلس الإدارة و اسماء اعـضاء الإدارة التنفيذيـة العليـا و الأوراق المالية المملوكة من قبل اي منهم و اقاربهم.
5. اسماء الاشخاص الذين يملكون 5% او اكثر من أسهم الشركة.
6. كشف يتضمن اسماء مساهمي الشركة.

---

[1] جمعة عباد و اسماعيل الطراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الأردن ، مرجع سابق ، ص231
[2] ممدوح ارشيدات ، محاضرات في التشريعات المالية و المصرفية ، الطبعة الاولى،دار الخليج للنشر و التوزيع، عمان 2001 ، ص289

شروط الإدراج في السوق الاول (النظامي سابقا)[1]

1. أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 100% من رأس المال المدفوع.
2. أن لا يقل رأس المال المدفوع او القيمة السوقية عن 2 مليون دينار اردني.
3. أن تكون الشركة حققت ارباحا صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الاقل خلال السنوات الثلاثة الاخيرة التي تسبق الإدراج.
4. أن تكون الشركة قد وزعت ارباح او أسهما مجانية مرة واحدة على الاقل خلال آخر 3 سنوات.
5. أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
6. أن يكون قد تم التداول ب 10% على الاقل من مجموع الأسهم المكتتب بها للشركة خلال 12 شهراً التي تسبق نقل الإدراج و أن لا يقل عدد ايام تداولها عن 15% من عدد ايام التداول الكلي لتلك الفترة.

و بموجب تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004 و التي عمل بها اعتباراً من 2004/7/1 تم تعديل هذه الشروط لتأخذ بعين الإعتبار تحديد الحد الأدنى لعدد من يحملون أسهم الشركة ب 100 مساهم و وضع الحد الادنى لنسبة الأسهم الحرة في الشركة الى عدد الأسهم المكتتب بها و تعديل نسبة عدد ايام تداول أسهم الشركة الى عدد ايام التداول الكلي خلال 12 شهر من 15% الى 20% و هو ما سيكون له أثر ايجابي في ضمان استمرارية التعامل في تلك الأسهم و اكساب الورقة المالية صفة السيولة[2].

يرى الباحث أنه بالرغم من تبني شروط إدراج أكثر تشددا قد تكون ساعدت في خلق استمرارية التعامل و إكساب الورقة المالية صفة السيولة إلا أن واقع سوق عمان يشير الى أن اكثر من 50% من حجم التداول مقتصر على أسهم مجموعة محددة من الشركات و هذا يعني تركز التعامل في عدد محدد من أسهم الشركات و باقي الشركات تشهد عمليات بيع و شراء محددة و بفترات متباعدة مما يعني توجب إعادة النظر في شروط الإدراج الحالية.

---

[1] ممدوح ارشيدات ، محاضرات في التشريعات المالية و المصرفية ، مرجع سابق ، ص290

[2] جمعة عباد و اسماعيل الطراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الأردن ، مرجع سابق ، ص 233

الحالات التي يتم فيها النقل من السوق الاول الى السوق الثاني :

بعد عرض شروط الإدراج في بورصة عمان للأوراق المالية (السوق الاول و الثاني) و ما تم على هذه الشروط من تعديلات بموجب التشريعات الجديدة الـصادرة عـام 2004 سـيتم التطرق الى الحالات التي يتم بموجبها نقل إدراج السهم من السوق الأول الى السوق الثاني :

- إنخفاض صافي حقوق المساهمين الى ما دون 75% من رأس المال المدفوع.
- اذا اظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في اخر ثلاث سنوات مالية.
- إنخفاض نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن الحد ا
- إنخفاض عدد مساهمي الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن 75 مساهما.
- إنخفاض عدد ايام التداول للشركة خلال اخر 12 شهراً عن الحد المسموح.
- إنخفاض نسبة الأسهم المتداولة خلال اخر 12 شهر عن الحد المسموح

الفصل الثالث

التغيرات التنظيمية " المؤسسية " في بورصة عمان

الفصل الثالث

التغيرات التنظيمية " المؤسسية " في بورصة عمان للأوراق المالية

سيتم في هذا الفصل تناول مؤسسات سوق رأس المال في الأردن و ذلك مـن خـلال ثـلاث مباحث رئيسية تتناول هيئة الأوراق المالية و بورصة عمان و مركز إيداع الأوراق المالية

مقدمة

تقوم هيئـة (أو لجنـة) الأوراق الماليـة والبورصـة (SEC) Securities & exchange commission بالإشراف على عمليات البورصات وإصدار الأوراق المالية فـي الولايـات المتحدة الأمريكية .

وهذه الهيئة هى سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها خمسة أعضاء يـتم اختيـارهم بواسـطة رئيس الولايات المتحدة الأمريكية وبموافقة السلطة التشريعية لمدة 5 سنوات . ويـساعد كـل عضو مجموعة من المستشارين فى القانون والمحاسبة والإقتصاد .

كما تقوم هيئة الأوراق المالية والبورصة بمتابعة والإشراف على عدد كبير من القـوانين المنظمة للأسواق المالية الأمريكية ، وتفضل هيئة الأوراق المالية والبورصة استخدام مفهـوم الرقابة الذاتية (Self Regulation) حيث تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها إلى الجهات الإدارية داخل كل بورصة مع الاحتفاظ لنفسها فقط بحق التعديل.

يعتبر صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 بداية عملية إصلاح و إعادة هيكلة سوق رأس المال في الأردن و فصل الدور التشريعي عن الدور الرقابي في الـسوق و بموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات و هي مؤسسات سوق رأس المال هيئة الأوراق المالية بورصة عمان و مركز إيداع الأوراق المالية و قد حدد القانون اعـلاه الإطـار العـام لمهام و أعمال كل من هذه المؤسسات و كما تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم 76 لـسنة 2002 الذي يشمل على بعض التعديلات

و قد تم إنشاء التنظيمات المؤسسية الواردة في قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 و هي هيئة الأوراق المالية و سوق الأوراق المالية و مركز إيداع الأوراق المالية

المبحث الاول : هيئة الأوراق المالية (The Jordan Securities Commission)

نبذه عن هيئة الأوراق المالية الأردنية

ان وجود هيئة إدارية عامة تضع تشريعات السوق و تشرف على تطبيقهـا و تعمـل علـى تطويرها باستمرار و تراقب العمليات يعتبر من الخصائص التنظيمية للأسـواق الماليـة ذات الكفاءة[1] و في هذا الصدد تم إنشاء هيئة الأوراق المالية الأردنية كجهة حكوميـة بموجـب قانون رقم 23 لسنة 1997 الذي يعتبر بداية الإصلاح و إعادة هيكلة السوق وفـق المعـايير الدولية فقد نصت المادة 6 من قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 على:[2]

" تنشا في المملكة هيئة تسمى هيئة الأوراق المالية ترتبط برئيس الوزراء و تتمتع بشخـصية اعتبارية ذات إستقلال مالي و إداري و لها بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بمـا في ذلك ابرام العقود و قبول المساعدات و التبرعات و المنح و الهبـات و تملـك الأمـوال المنقولة و غير المنقولة اللازمة لتحقيق غاياتها و ينوب عنها في الاجراءات القضائية النائـب العام او المحامي العام المدني و لها أن تنيب عنها اح المحامين الاسـاتذه و يكـون مقرهـا الرئيسي عمان "

و تهدف هيئة الأوراق المالية كما نصت عليها المادة 7 من قانون الأوراق المالية رقـم 23 لسنة 1997 ان هيئة الأوراق المالية الأردنية تهدف الى[3] :

1. توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية
2. تنظيم و تطوير و مراقبة سوق الأوراق المالية و سوق رأس المال في المملكة
3. حماية حملة الأوراق المالية و المستثمرين فيها و الجمهور من الغش و الخداع

يتولى إدارة الهيئة و الإشراف على شؤونها مجلس يسمى مجلس مفوضية الهيئة يتالف مـن خمس مفوضين و يشترط في كل منهم ان يكون شخصا طبيعيا اردنيا متفرغا من ذوي الخبرة و الاختصاص.

---

[1] ايمن عزت الميداني " اسواق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية " المجلة العربية للإدارة ، العدد 3 ، 1988 ، ص 117
[2] رمزي ماضي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لسنة 1997 ، مرجع سابق ، ص117
[3] الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية www.jsc.gov.jo

المبادئ الدولية المتعلقة بهيئة الرقابة[1] :

1. يجب أن يتوفر الوضوح في المسؤوليات الخاصة للهيئة المنظمة للسوق .
2. يجب أن يتوفر للهيئة المنظمة للسوق الإستقلالية في تنفيذ أعمالها و ممارسة سلطاتها .
3. يجب أن يتوفر للهيئة المنظمة للسوق السلطة الكافية و المـوارد اللازمـة لممارسـة سلطاتها .

بالرغم من أن قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 حدد مهـام و صـلاحيات مجلـس مفوضية هيئة الأوراق المالية و اعطاه الإستقلالية في تنفيذ عمله و ممارسـة سـلطاته الا أن صدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 جاء موضحا و موسعا صلاحيات مجلـس مفوضي هيئة الأوراق المالية مما يحقق حماية اكبر للمستثمرين و هو ما يتماشى مع المبـادئ الدولية لعمل هيئات الرقابة.

دور هيئة الأوراق المالية في حماية المستثمرين

أتاح قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 للهيئة أن توافق على إنشاء صندوق حمايـة المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية و قد نصت الفقرة ب من المادة 33 للقانون اعلاه أن للهيئة تحديد سائر الامور المتعلقة بالصندوق بما في ذلك إنشاءه و أهدافه و كيفيـة إدارتـه و شروط العضوية فيه و موارده المالية و إدارة موجوداته و الية عمله و الالتزامات المترتبـة عليه للمستثمرين بالأوراق المالية.

يهدف الصندوق الى حماية المستثمرين لدى شركات الخدمات المالية المرخص لها بممارسـة عمل الوسيط المالي عن طريق تعويضهم عن الأضرار التي قد تلحق بهم نتيجة إفلاس هـذه الشركات أو تصفيتها تصفية إجبارية.

يتولى مجلس إدارة الصندوق المهام والصلاحيات التالية:

أ. وضع السياسة العامة للصندوق .

أ. إقرار الخطة العامة لإستثمار أموال الصندوق وفق أحكام هذه التعليمات.

---

[1] الموقع الإلكتروني للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على اسواق رأس المال www.iosco.org

ب. إقرار الأنظمة التي تتطلبها أعمال الصندوق بما في ذلك تعيين مدير وموظفي الصندوق.

د. إقرار الموازنة السنوية التقديرية للصندوق.

هـ. إقرار الميزانية والحسابات الختامية للصندوق.

و. الاطلاع ومتابعة إجراءات تصفية الوسيط المالي من خلال الهيئة.

ز. تعيين مدقق حسابات قانوني لتدقيق حسابات الصندوق وتحديد أتعابه.

ح. النظر في طلبات التعويض المقدمة وفقا لأحكام هذه التعليمات وإتخاذ القرارات اللازمة بشأنها.

ط. تعيين مستشار قانوني ومحام لتمثيل الصندوق أمام المحاكم.

ي. أي أمور أخرى يعرضها الرئيس عليه مما له علاقة بمهام الصندوق.

فقد اجازة التعليمات للهيئة إتخاذ تدبير او اكثر من التدابير التالية لحماية المستثمرين في الأوراق المالية:

1. وقف او تعليق أي نشاط يتعلق بالأوراق المالية او بورقة مالية معينة
2. تعليق العرض العام لورقة مالية
3. تعليق أعمال المرخص له او المعتمد

دور هيئة الأوراق المالية في تطوير بورصة عمان

تعمل هيئة الأوراق المالية على تحقيق أهدافها فيما يتعلق بحماية المستثمرين و تطوير سوق رأس المال من خلال قيامها بما يلي :

1. تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها
2. ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل و دقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين و المتعلقة بلإصدارات العامة للأوراق المالية
3. تنظيم و مراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرين
4. تنظيم شؤون الترخيص و الإعتماد و مراقبة أعمال المرخص لهم و المعتمدين في سوق رأس المال .
5. تنظيم و مراقبة السوق و أسواق تداول الأوراق المالية
6. تنظيم المركز و مراقبته

7. تنظيم صناديق الإستثمار و شركات الإستثمار

إن تطوير هيئة رقابة على السوق تتمتع بالإستقلالية و السلطة و الكفاءة العاليـة يحـد مـن الممارسات غير الصحيحة في السوق كما يحافظ على كفاءة السوق[1] كما أن التعديلات التـي شملها قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 فيما يخص هيئة الأوراق المالية من تعزيـز لصلاحيات الهيئة و بيان الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة و إشرافها و زيـادة مـوارد الهيئـة المالية جائت منسجمة مع المبادئ الدولية المتعلقة بهيئات الرقابة على الأسواق المالية .

المبحث الثاني : بورصة عمان "سوق عمان الأوراق المالية:"

نشأة بورصة عمان

بدا إنشاء الشركات المساهمة العامة و الإكتتاب بأسهمها و التداول بها قبل إنشاء سوق عمـان المالي، ففي بداية الثلاثينات بدا تاسيس الشركات المساهمة العامة ففي عام 1930 تم تاسـيس البنك العربي و في عام 1931 شركة التبغ و السجائر الأردنية و فـي عـام 1951 شـركة مصانع الاسمنت الأردنية و في عام 1938 شركة الكهرباء الأردنية فقـد كانـت عمليـة التداول و ابرام الصفقات تتم في تلك الفترة من خلال سوق غير منظم فقد كانت تـتم عمليـة البيع و الشراء لأسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة و هذا بالاضافة الى قيام البنك المركزي الأردني عام 1971 و للمرة الاولى بإصدار سندات دين و التي عرفت باسـم سندات التعمير كما تم إصدار سندات التنمية عام 1977 و حتى السندات الحكومية كـان يـتم التداول بها من خلال مكاتب غير متخصصة، إن هذا الواقع دعى للتفكير جديا بإنشاء سـوق للأوراق المالية و هو ما حدث فعلا بموجب القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 وبالتعـاون مع مؤسسة التمويل الدولي International Finance Corporation المنبثقة عن البنـك الدولي.

و في بداية التسعينات تبنت الحكومة سياسة الإصلاح الإقتصادي رغبة منها في تنويع قاعـدة الإقتصاد الوطني و الارتقاء بها وفق المعايير الدولية خاصة في مجال السوق المالي و يعتبر صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 بداية عملية إصلاح و إعادة هيكلة

[1] دريد ال شبيب و عبدالرحمن الجبوري " أهمية تطوير هيئة رقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي " بحث مقدم لمؤتمر العلمي الرابع الريادة و الابداع المنعقد بكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة فيلادلفيا 2005 ص4

سوق رأس المال في الأردن و فصل الدور التشريعي عن الدور الرقابي في السوق و بموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات و هي مؤسسات سوق رأس المال هيئة الأوراق المالية بورصة عمان و مركز إيداع الأوراق المالية و قد حدد القانون اعلاه الإطار العام لمهام و أعمال كل من هذه المؤسسات.

و بالاستناد الى قانون رقم 23 لسنة 1997 الذي يعتبر بداية الإصلاح و إعادة هيكلة السوق وفق المعايير الدولية تم إنشاء بورصة عمان التي بدات عملها اعتبارا من 1999/3 و تتولى بورصة عمان الدور التنفيذي و يمكن تعريفها بالاستناد الى الفقرات ا ب ج من المادة 23 من القانون اعلاه بأنها[1] :

مؤسسة تتمتع بشخصية اعتبارية ذات إستقلال مالي و إداري و هي الجهة المصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة و لا تهدف للربح و لا تخضع لقانون الشركات . و قد بدات البورصة عملها اعتبارا من 1999/3 .

و تهدف بورصة عمان الى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض و الطلب من الأوراق المالية المدرجة و ذلك من خلال ترسيخ اسس التداول السليم و الواضح و العادل لتحديد اسعارها و مراقبة عمليات التداول بما يضمن حماية المستثمرين و عدم التلاعب في تداول الأوراق المالية[2] .

و تجدر الاشارة الى المادة 67 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 وضعت الإطار التنظيمي لإنشاء اكثر من بورصة " سوق للتداول " في المملكة و هو أهم ما جاء في هذا القانون فيما يخص سوق الأوراق المالية .

التطورات التقنية في بورصة عمان للأوراق المالية :

نظام التداول الكتروني

تم البدء بتطبيق التداول الإلكتروني في بورصة عمان من تاريخ 2000/3/26 حيث تم نقل الشركات من نظام التداول اليدوي الى نظام التداول الإلكتروني بشكل تدريجي و قد تم نقل

[1] رمزي ماضي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لسنة 1997 ،مرجع سابق،ص20
[2] الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية www.ase.com.jo

آخر مجموعة من الشركات بتاريخ 2000/6/15 الى نظام التداول الإلكتروني كما تم نقل تداول السندات و صناديق الإستثمار حيث تم الغاء التعامل من خلال نظام التداول اليدوي بشكل كامل بتاريخ 2000/6/15.

إن العمل بنظام التداول الإلكتروني يمثل نقلة نوعية لبورصة عمان لمواكبة التطورات التي تمر بها البورصات العالمية الأمر الذي يسهم في رفع كفاءة البورصة و سرعة التعامل بالأوراق المالية مع شفافية و امان للمتعاملين و المستثمرين في البورصة[1] كما يعطي تطبيق نظام التداول الإلكتروني مرونة كبيرة في تنفيذ الصفقات بعدالة و سرعة و سهولة الأمر الذي ينعكس ايجابا على سيولة و تعميق سوق الأوراق المالية.

التداول عن بعد

بتطبيق هذا النظام اصبح بامكان الوسطاء المرخصين تداول الأوراق المالية المدرجة من اماكن تواجدهم و دون الحاجة الى التواجد داخل قاعة التداول الإلكتروني و قد قامت شركات الوساطة بتجهيز قاعات خاصة لعملائها لتمكنهم من متابعة عمليات التداول بشكل مباشر.

شبكة المعلومات الداخلية

قامت بورصة عمان بتشغيل نظام المعلومات الداخلية و ربط جميع شركات الوساطة العاملة في البورصة و موظفي البورصة مع هذه الشبكة و التي توفر المعلومات و التراسل ما بين البورصة و الوسطاء و الموظفين من خلال البريد الإلكتروني الداخلي.

نشر معلومات التداول في سوق عمان للأوراق المالية

قامت بورصة عمان بابرام اتفاقية مع التلفزيون الأردني و شركة cnbc العربية لنشر اسعار الأسهم و الرقم القياسي بشكل فوري كما قامت باعداد قاعة للمستثمرين مجهزة بشاشات عرض في مجمع بنك الاسكان بالاضافة الى انها سمحت لأي جهة متخصصة بوضع الشريط المتحرك الذي يتضمن الاسعار الفورية للأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان على مواقها على الإنترنت دون مقابل كما انشات البورصة موقعا لها على شبكة الإنتلانت و ذلك

---

[1] ثائر قدومي، "أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية و أداء بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة البلقاء للبحوث و الدراسات، المجلد 11 ،العدد 2 ، جامعة العلوم التطبيقية ،2006 ص

بهدف ايصال المعلومات الى المستثمرين و المهتمين في كافة دول العـالم و كـذلك بهـدف التعريف بالفرص الإستثمارية و سوق الأوراق المالية الأردني كما تقوم البورصـة بإصـدار المنشورات بشكل الدوري و التي يمكن الاطلاع عليها من خلال المقع الإلكتروني للبورصة و من هذه المنشورات :

- تقوم البورصة شهريا بإصدار النشرة الإحصائية الشهرية عن نشاط البورصة و التي تتضمن معلومات عن احجام التداول و عدد الأسهم المتداولة و عدد العقود المنفذه
- تقوم البورصة إصدار التقرير السنوي الذي يتضمن جدوى الإستثمار فـي الأردن و حجم الإستثمارات الأجنبية
- تقوم البورصة بإصدار دليل الشركات المساهمة العامة على شـكل قـرص و الـذي يتضمن معلومات عن الشركات و النسب المالية لهذه الشركات .

التطور الكمي وأهم المؤشرات المالية لسوق عمان للأوراق الماليـة فـي ضـل التغيـرات التشريعية و التنظيمية :

احجام التداول (Value Traded) :

الجدول رقم (3-1)

احجام التداول السنوية في بورصة عمان خلال الاعوام (1978-2004)

السنة	حجم التداول	معدل التغير السنوي[1]
1978	5,615,891	**
1979	15,843,159	182%
1980	41,431,076	161%
1981	75,417,027	82%
1982	128,288,963	70%
1983	141,427,111	10%
1984	59,318,623	-58%
1985	66,730,872	12%
1986	69,522,993	4%
1987	148,178,293	113%
1988	132,625,222	-10%
1989	367,589,840	177%

[1] تم احتساب معدل التغير السنوي من قبل الباحث

−26%	268,885,973	1990
12%	302,836,729	1991
192%	886,950,983	1992
9%	968,613802	1993
−48%	495,076,052	1994
-15.4%	418,958,544	1995
-40.7%	248,583,344	1996
42.9%	355,244,623	1997
30.7%	464,374,268	1998
-16.1%	389,476,334	1999
-14.1%	334,724,633	2000
99.8%	668,652,674	2001
42.1%	950,272,994	2002
95.2%	1,855,176,028	2003
104.5%	3,793,251,050	2004

* المصدر : التقارير السنوية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

يشير الجدول رقم (3−1) الى أن حجم التداول أرتفع خلال الخمس السنوات الاولى من تأسيس السوق من 5.615 مليون دينار عام 1978 الى 7 141.42 عام 1983 لينخفض عام 1984الى 59.318 مليون اي بنسبة 58% و ليستمر بعد ذلك بالارتفاع لعام 1993 حيث بلغ حجم التداول في ذلك العام 968.613 لتبداء بعد ذلك احجام التداول بالتراجع الاعوام 1994 و 1995 و 1996 495.076 و 418.958 و 248.583 على التوالي و في 1997 السنة التي بدأت بها إنشاء مؤسسات و إصدار تشريعات تخص سوق راس المال بدات احجام التداول بالتحسن فقد نمت عام 1997 بنسبة 43% و عام 1998 بنسبة 31% لتعاود بعد ذلك بالإنخفاض عامي 1999 و 2000 و قد وصلت نسبة نمو احجام التداول عام 2001 الى 100% و2002و 2003 و 2004 نموا بنسب 42% و 95% و 104 % على التوالي .

بالرغم من أن نسب النمو في أحجام التداول وصلت الى نسب مرتفعة في الأعوام التي شهدت بها بورصة عمان تغيرات في التشريع و التنظيم إلا أن هذا لا يعني أن التحسن الذي حصل على القيمة السوقية لبورصة عمان يعزى فقط لهذه التغيرات التشريعية و التنظيمية في السوق .

القيمة السوقية (Market Capitalization) :

الجدول رقم (3-2)

القيمة السوقية السنوية لبورصة عمان خلال الاعوام (1978-2004)

السنة	القيمة السوقية	معدل التغير السنوي[1]
1978	286,118,483	**
1979	452,291,527	58%
1980	495,526,486	9%
1981	834,614,580	68%
1982	1,034,818,001	23%
1983	1,053,358,110	1%
1984	911,686,265	-13%
1985	926,905,946	1%*
1986	891,808,105	3%
1987	929,380,379	4%
1988	1,104,677,475	18%
1989	1,400,406,829	26%
1990	1,293,210,890	-7%
1991	1,707,095,165	32%
1992	2,295,649,288	34%
1993	3,463,930,183	50%
1994	3,409,293,505	1%
1995	3,495,438,521	2.5%
1996	3,461,156,739	-1.0%
1997	3,861,951,390	11.6%
1998	4,156,558,122	7.6%
1999	4,137,711,690	-0.5%
2000	3,509,640,709	-15.2%
2001	4,476,364,817	27.5%
2002	5,028,953,990	12.3%
2003	7,772,750,866	54.6%
2004	13,033,833,515	67.7%

* المصدر : التقارير السنوية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

يشير الجدول رقم (3-2) الى أن القيمة السوقية شهدت ارتفاعا خلال السنوات الاولى لإنشاء السوق فقد ارتفعت من 286.118 مليون عام 1978 الى 1.053.358 عام 1983 لتبدأ بعد ذلك بالإنخفاض خلا الاعوام الاربعة التالية لتصل 929.380 عام 1987 و قد إنقلبت نسبة

[1] تم احتساب معدل التغير السنوي من قبل الباحث

النمو في القيمة السوقية من سالب 1% عام 1996 الى نمو موجب بنسبة 11% عام 1997 و هي السنة التي بدا بها بإحداث تغيرات تشريعية و تنظيمية على بورصة عمان لتصل نسبة النمو في الاعوام 2003 و 2004 54% و 67% على التوالي.

بالرغم من أن نسب النمو في القيمة السوقية وصلت الى نسب مرتفعة في الأعوام التي شهدت بها بورصة عمان تغيرات في التشريع و التنظيم إلا أن هذا لا يعني أن التحسن الذي حصل على القيمة السوقية لبورصة عمان يعزى فقط لهذه التغيرات التشريعية و التنظيمية في السوق .

المبحث الثالث : مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center) :

وضع قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 الإطار العام لإنشاء مركز الأوراق المالية فقد نصت المادة 29 من هذا القانون على ما يلي :

1. ينشأ في المملكة مركز يسمى (مركز إيداع الأوراق المالية) لتسجيل و نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة و لتسوية اثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين و يكون هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة العمل و يتمتع بشخصية اعتبارية ذات إستقلال مالي و إداري
2. يهدف المركز الى الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة
3. لا يهدف المركز الى الربح و لا يخضع لقانون الشركات و لا يجوز له القيام بالأعمال التجارية

و قد تم إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية في أيار من عام 1999

و جاء صدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 الذي بين مهام و أهداف مركز إيداع الأوراق المالية بشكل أوضح.

فقد حددت المادة 76/ا من القانون اعلاه مهام المركز بما يلي :

1. تسجيل الأوراق المالية و حفظ و نقل ملكيتها .
2. إيداع الأوراق المالية .

3. اجراء التقاص و التسوية للأوراق المالية .

و قد حددت المادة43 من النظام الداخلي لمركز إيداع الأوراق المالية لسنة 2004 (تعليمـــات صادرة بالاستناد لأحكام المادة 78 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002) **أهـــداف المركز بما يلي :**

1. تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية و تمكينهم من متابعة إســـتثماراتهم بـــالأوراق المالية بسهولة و يسر و ذلك بناء على سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية
2. الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق من خلال وضـــع انظمة داخلية و تعليمات تتسم بالعدالة و السرعة و الامان .

و قد قام المركز بالاستناد لأحكام المادة 90 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لـــسنة 2002 بإنشاء صندوق يسمى صندوق ضمان التسوية و هو يتمتع بشخصية اعتباريـــة ذات إســـتقلال مالي و يهدف الصندوق الى :

1. تغطية العجز النقدي لدى عضو الصندوق المشتري للأوراق المالية
2. تغطية العجز في رصيد الأوراق المالية الذي يظهر لدى عضو الصندوق البائع نتيجة تداول الأوراق المالية في السوق

الفصل الرابع

تحليل بيانات الدراسة و إختبار صحة الفرضيات

الفصل الرابع

تحليل بيانات الدراسة و إختبار صحة الفرضيات

اولا : تحليل بيانات الدراسة :

سيتم تقسيم بيانات الدراسة المتعلقة بالقيمة السوقية الى أربعة فترات منفصلة و سيتم وصف البيانات الخاصة بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال كل فترة من هذه الفترات على حدا و فيما يلي بيان هذه الفترات .

الفترة الاولى : و تشمل القيمة السوقية لبورصة عمان خلال 18 شهر تمتد من 1996/12 – 1998/05 و قد تم تقسيم هذه الفترة الى فترتين جزئيتين ، فترة تمتد 9 شهور قبل إنشاء هيئة الأوراق المالية و الفترة الثانية تمتد 9 شهور بعد إنشاء الهيئة و يبين الجدولين رقم (4−1) و جدول رقم (4−2) هذه البيانات و الوصف الإحصائي لهذه البيانات .

جدول رقم (4−1)

البيانات المتعلقة بالقيمة السوقية الشهرية للفترة من 1996/12 – 1998/05

معدل التغير الشهري	القيمة السوقية بعد إنشاء الهيئة	Date	معدل التغير الشهري	القيمة السوقية قبل إنشاء الهيئة	Date
	3670500	Sep-97		3274456	Dec-96
-0.020	3595710	Oct-97	-0.018	3215000	Jan-97
-0.0001	3595230	Nov-97	0.022	3285820	Feb-97
0.002	3602460	Dec-97	-0.029	3190340	Mar-97
-0.013	3554750	Jan-98	-0.010	3157340	Apr-97
0.049	3730010	Feb-98	0.079	3409740	May-97
-0.017	3664070	Mar-98	-0.019	3342390	Jun-97
0.024	3753690	Apr-98	0.048	3505520	Jul-97
0.061	3985990	May-98	-0.008	3476340	Aug-97

* المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

**تم احتساب معدل التغير الشهري من قبل الباحث

*** بلغ متوسط معدل التغير الشهري للقيمة السوقية قبل إنشاء الهيئة 0.008 في حين بلغ المتوسط 0.01 بعد إنشاء الهيئة .

جدول رقم (4−2)

الوصف الإحصائي للقيمة السوقية لبورصة عمان من الفترة 12/1996−1998/05

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean
mv	18	315734	398599	3.50E6
Valid N (listwise)	18			

بلغ المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال هذه الفترة 350052 دينار في حين بلغت أعلى قيمة سوقية و أدني قيمة سوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان 398599 دينار و315734 دينار على التوالي .

الجدول رقم (4-3)

ملخص وصفي لبيانات القيمة السوقية قبل و بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية

التغيرالتنظيمي	الفترة	المتوسط الحسابي للقيمة السوقية	الفرق
إنشاء هيئة الأوراق المالية	قبل إنشاء الهيئة	33174	3662
	بعد إنشاء الهيئة	36836	

المصدر : تم اعداد الجدول من قبل الباحث.

من خلال الجدول رقم (4-3) نجد أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال 9 اشهر قبل إنشاء هيئة الأوراق المالية هو 33174 مليون دينار و هو أقل من المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال 9 اشهر بعد إنشاء الهيئة و البالغ 36836 مليون دينار و قد بلغ الفرق في متوسط القيمة السوقية قبل إنشاء الهيئة و بعد إنشاء الهيئة 3662 مليون دينار لصالح الفترة بعد إنشاء الهيئة .

الفترة الثانية : و تشمل القيمة السوقية لبورصة عمان خلال 18 شهر تمتد من1998/05 – 1999/10 و تم تقسيم هذه الفترة الى فترتين جزئيتين ، فترة تمتد 9 شهور قبل إصدار تعليمات جديدة لشركات الخدمات المالية و الفترة الثانية تمتد 9 شهور بعد إصدار هذه التعليمات و يبين الجدولين رقم (4-4) و رقم (4-5) هذه البيانات و الوصف الإحصائي لهذه البيانات.

جدول رقم (4-4)

البيانات المتعلقة بالقيمة السوقية الشهرية للفترة 1998/05-1999/10

Date	القيمة السوقية قبل تعليمات شركات الخدمات المالية	معدل التغير الشهري	Date	القيمة السوقية بعد تعليمات شركات الخدمات المالية	معدل التغير الشهري
May-98	3985990	..	Feb-99	4078440	..
Jun-98	3885980	-0.025	Mar-99	4031630	-0.011
Jul-98	4000660	0.029	Apr-99	3887370	-0.035
Aug-98	4031910	0.007	May-99	3830660	-0.014
Sep-98	3839760	-0.047	Jun-99	3786310	-0.011
Oct-98	3748550	-0.023	Jul-99	3759760	-0.007
Nov-98	3713730	-0.009	Aug-99	3655250	-0.027
Dec-98	3835020	0.032	Sep-99	3545640	-0.029
Jan-99	3996420	0.042	Oct-99	3576800	0.008

*المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

**تم احتساب معدل التغير الشهري من قبل الباحث

*** بلغ متوسط التغير الشهري للقيمة السوقية قبل إصدار تعليمات شركات الخدمات المالية 0.0007 في حين بلغ المتوسط 0.015- بعد إصدار هذه التعليمات.

الجدول رقم (4-5)

الوصف الإحصائي للقيمة السوقية لبورصة عمان من الفترة 1998/05-1999/10

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean
mv	18	3545640	4078440	3.84E6
Valid N (listwise)	18			

بلغ المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال هذه الفترة 3842461 دينار في حين بلغت أعلى قيمة سوقية و أدني قيمة سوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان 4078440 دينار و 3545640 دينار على التوالي .

الجدول رقم (4-6)

ملخص وصفي لبيانات القيمة السوقية قبل و بعد إصدار تعليمات ترخيص شركات الخدمات المالية

التغير التشريعي	الفترة	المتوسط الحسابي للقيمة السوقية	الفرق
إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية	قبل إصدار التعليمات	**38931**	**9846**
	بعد إصدار التعليمات	**37947**	

المصدر : تم اعداد الجدول من قبل الباحث.

من خلال الجدول رقم (4-6) نجد أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال 9 شهور قبل إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية بلغ 38931 مليون دينار و هو اكبر من متوسط القيمة السوقية بعد إصدار هذه التعليمات و الذي بلغ 37947 مليون دينار و قد بلغ الفرق في متوسط القيمة السوقية قبل إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و بعد إصدار هذه التعليمات 9846 مليون دينار لصالح الفترة قبل إصدار التعليمات.

الفترة الثالثة : و تشمل القيمة السوقية لبورصة عمان خلال 18 شهر تمتد من2003/07 - 2004/12 و تم تقسيم هذه الفترة الى فترتين جزئيتين ، فترة تمتد 9 شهور قبل إصدار تعليمات جديدة للإفصاح و الفترة الثانية تمتد 9 شهور بعد إصدار هذه التعليمات و يبين الجدولين رقم (4-7) و (4-8) هذه البيانات و الوصف الإحصائي لهذه البيانات.

جدول رقم (4-7)

البيانات المتعلقة بالقيمة السوقية الشهرية للفترة 2003/07-2004/12

Date	القيمة السوقية قبل تعليمات إفصاح	معدل التغير الشهري	Date	القيمة السوقية بعد تعليمات الإفصاح	معدل التغير الشهري
Jul-03	**6403129**		**Apr-04**	**7943297**	
Aug-03	**6734377**	**0.045**	**May-04**	**8116575**	**0.021**
Sep-03	**6995560**	**0.038**	**Jun-04**	**8435898**	**0.039**
Oct-03	**6839103**	**-0.022**	**Jul-04**	**9041772**	**0.071**

-0.0002	9034392	Aug-04	0.107	7574353	Nov-03
0.060	9578505	Sep-04	0.026	7772751	Dec-03
0.113	10654838	Oct-04	0.078	8385764	Jan-04
0.180	12576460	Nov-04	0.005	8435228	Feb-04
0.036	13033834	Dec-04	-0.038	8110783	Mar-04

*المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

**تم احتساب معدل التغير الشهري من قبل الباحث

و قد بلغ متوسط التغير الشهري للقيمة السوقية قبل إصدار تعليمات الإفصاح 0.029 في حين بلغ المتوسط 0.064 بعد إصدار هذه التعليمات .

جدول رقم (4-8)

الوصف الإحصائي للقيمة السوقية لبورصة عمان لفترة 07/2003-12/2004

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean
mv	18	6439029	1.E7	8.65E6
Valid N (listwise)	18			

بلغ المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال هذه الفترة 8654126 في حين بلغت اعلى قيمة سوقية و ادني قيمة سوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان 13033834 و 6439029 على التوالي .

الجدول رقم (4-9)

ملخص وصفي لبيانات القيمة السوقية قبل و بعد إصدار تعليمات الإفصاح

التغير التشريعي	الفترة	المتوسط الحسابي للقيمة السوقية	الفرق
إصدار تعليمات جديدة لإفصاح الشركات	قبل إصدار التعليمات	74763	23476
	بعد إصدار التعليمات	98240	

المصدر : تم اعداد الجدول من قبل الباحث.

من خلال الجدول رقم (4-9) نجد أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال 9 اشهر قبل إصدار تعليمات جديدة للإفصاح هو 74763 مليون دينار و هو أقل من المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال 9 اشهر بعد إصدار هذه التعليمات و البالغ 98240 مليون دينار و قد بلغ الفرق في متوسط القيمة السوقية قبل إصدار هذه التعليمات و بعد إصدار هذه التعليمات 234762 مليون لصالح الفترة بعد إصدار هذه التعليمات.

الفترة الرابعـــة : و تشمل القيمة السوقية لبورصة عمان خلال 18 شهر تمتد من1999/10 – 2001/03 و تم تقسيم هذه الفترة الى فترتين جزئيتين ، فترة تمتد 9 شـــهور قبـــل إصـــدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية و الفترة الثانية تمتد 9 شهور بعد إصدار هذه التعليمات و يبين الجدولين رقم جدول رقم (4–10) و جدول رقم (4–11) هذه البيانـــات و الوصـــف الإحصائي لهذه البيانات.

جدول رقم (4–10)

البيانات المتعلقة بالقيمة السوقية الشهرية للفترة 1999/10–2001/03

Date	القيمة السوقية قبل تعليمات الإدراج	معدل التغير الشهري	Date	القيمة السوقية بعد تعليمات الإدراج	معدل التغير الشهري
Oct-99	3576800	..	Jul-00	3570512	-0.25
Nov-99	3932261	0.099	Aug-00	3483598	-0.024
Dec-99	4137714	0.052	Sep-00	3457267	-0.007
Jan-00	4082528	-0.013	Oct-00	3523801	0.019
Feb-00	3988362	-0.023	Nov-00	3484394	-0.011
Mar-00	3853282	-0.033	Dec-00	3509600	0.007
Apr-00	3706845	-0.038	Jan-01	3574148	0.018
May-00	3723358	0.004	Feb-01	3612574	0.010
Jun-00	3664652	-0.015	Mar-01	3623658	0.003

*المصدر: النشرات الإحصائية الشهرية لبورصة عمان ، اعداد مختلفة

**تم احتساب معدل التغير الشهري من قبل الباحث

و قد بلغ متوسط التغير الشهري للقيمة السوقية قبل إصدار تعليمات الإدراج 0.004 في حين بلغ المتوسط 0.001– بعد إصدار هذه التعليمات .

جدول رقم (4–11)

الوصف الإحصائي للقيمة السوقية لبورصة عمان للفترة 1999/10 –2001/3

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean
mv.1	18	3457267	4137714	3694742
Valid N (listwise)	18			

بلغ المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال هذه الفترة 3694742 في حين بلغت اعلى قيمـــة سوقية و ادني قيمة سوقية للأوراق المالية المدرجـــة فـــي بورصـــة عمـــان 4137714 و 3457267 على التوالي .

الجدول رقم (4−12)

ملخص يصف بيانات القيمة السوقية قبل و بعد إصدار تعليمات الإدراج

التغير التشريعي	الفترة	المتوسط الحسابي للقيمة السوقية	الفرق
إصدار تعليمات جديدة للإدراج	قبل إصدار التعليمات	**38517**	**3140**
	بعد إصدار التعليمات	**35377**	

المصدر : تم اعداد الجدول من قبل الباحث

من خلال الجدول رقم (4−12) نجد أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لبورصة عمان خلال 9 اشهر قبل إصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية بلغ 38517 مليون دينار و هو أكبر من المتوسط الحسابي للقيمة السوقية خلال 9 اشهر بعد إصدار هذه التعليمات و البالغ 35377 مليون دينار و قد بلغ الفرق في متوسط القيمة السوقية قبل اصدار تعليمات ادراج الاوراق المالية و بعد اصدار هذه التعليمات 3140 مليون لصالح الفترة قبل اصدار التعليمات.

ثانيا : إختبار صحة الفرضيات

إستنادا لما ورد في منهجية الدراسة و بعد تناول الفصل الثاني للإطار النظري للدراسة و ما تبعة من عرض و وصف للبيانات يأتي هذا الفصل مكملا في جانبه الإحصائي القياسي و الهدف منه هو قياس أثر إصدار تعليمات خاصة بالإفصاح و الإدراج و شركات الخدمات المالية و إنشاء هيئة الأوراق المالية على أداء البورصة مقاسا بالقيمة السوقية _ على مستوى كل تغير تشريعي او تنظيمي _ و ذلك من خلال إختبار الفرضيات الرئيسية التي تم عرضها في الفصل التمهيدي .

و لغرض تحليل نتائج الدراسة و بيان أثر كل من المتغيرات المستقلة (إنشاء هيئة الأوراق المالية و إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و تعليمات الإفصاح و تعليمات إدراج الأوراق المالية) تم إستخدام برنامج الحزمة الإحصائية spss حيث تم إستخدام تحليل Simple Regression لإختبار فرضيات الدراسة و ذلك بإدخال متغير وهمي Dummy Variable يعبر عن إصدار التشريعات و إنشاء هيئة الأوراق المالية معتمدا في تحليل كل فرضية من فرضيات الدراسة على فترتين تمثل قبل و بعد إصدار كل تشريع من

التشريعات و قبل و بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية و ذلك لمعرفة ما إذا كان الأثر الذي يتركة كل تشريع من التشريعات الصادرة و إنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بمعنى أنه سيتم قبول الفرضية اذا كان هذا الأثر معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%. و تجدر الإشارة الى أنه تم التعبير عن المتغيـرات المستقلة بطريقة كمية بحيث يأخذ هذا المتغير القيمة (صفر) قبل إصدار التشريع والقيمـة (1) بعد إصدار التشريع و كذلك بالنسبة لإنشاء هيئة الأوراق المالية .

و من الجدير بالذكر بأن دراسة باش[1] من الدراسات التي اعتمدت علـى تحليـل Dummy Variable لإظهار الفرق في عوائد الأسهم قبل و بعد إعادة هيكلة سوق رأس المال الـوطني و إنشاء مؤسسات سوق رأس المال الوطني.

إختبار الفرضيات المتعلقة بالتغيرات التشريعية

إختبار الفرضية الأولى :

تنص هذه الفرضية أن هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية على القيمـة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.754[a]	.568	.541

a. Predictors: (Constant), X

يتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول السابق أن معامـل الإرتبـاط R بين المتغير المستقل (إصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية) و المتغير التابع (القيمة السوقية) بلغ 0.754 في حين بلغت قيمة معامل التحديد R2 (نسبة مايفسره المتغير المـستقل في التغيرات الحاصلة في المتغير التابع) 56%، وهذا يعني أن التغيرات في القيمة الـسوقية بنسبة 44% ناتجة عن عوامل أخرى بخلاف إصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية.

---

[1]محمد باش، " أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق " مصدر سابق ص 74

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3851755.8	48368.307		79.634	.000
	X	-314027.8	68403.116	-.754	-4.591	.000

من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول أعلاه نلاحـظ أن قيمـة t المحـسوبة بلغت4.591− في حين بلغت مستوى الدلالة الإحصائية 0.00 و هي معنوية عنـد 0.01% مما يعني وجود أثر لإصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية علـى القيمـة الـسوقية لبورصة عمان.

<u>إختبار الفرضية الثانية :</u>

تنص هذه الفرضية أن هناك أثر لإصدار تعليمات جديدة لإفـصاح الـشركات علـى القيمـة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.657[a]	.431	.396

a. Predictors: (Constant), X

يتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول السابق أن معامل الإرتبـاط R بين المتغير المستقل (إصدار تعليمات جديدة لإفصاح الشركات) و المتغير التـابع (القيمـة السوقية) بلغ 0.657 في حين بلغت قيمة معامل التحديد R2 (نسبة مايفسره المتغير المـستقل في التغيرات الحاصلة في المتغير التابع) 43%، وهذا يعني أن التغيرات في القيمة الـسوقية بنسبة 57% ناتجة عن عوامل أخرى بخلاف إصدار تعليمات لإفصاح الشركات .

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7472338.7	477479.14	.657	15.650	.000
	X	2351613.7	675257.48		3.483	.003

من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 3.483 في حين بلغت مستوى الدلالة الإحصائية 0.003 و هي معنوية عند 0.05% مما يعني وجود أثر لإصدار تعليمات لإفصاح الشركات على القيمة السوقية لبورصة عمان.

<u>إختبار الفرضية الثالثة :</u>

تنص هذه الفرضية على أن هناك أثر لإصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.319	.101	.045

a. Predictors: (Constant), X

يتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول السابق أن معامل الإرتباط R بين المتغير المستقل (إصدار تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية و معتمدي المهن المالية) و المتغير التابع (القيمة السوقية) بلغ 0.319 في حين بلغت قيمة معامل التحديد R2 (نسبة مايفسره المتغير المستقل في التغيرات الحاصلة في المتغير التابع) 10%، وهذا يعني أن التغيرات في القيمة السوقية بنسبة 90% ناتجة عن عوامل أخرى بخلاف إصدار تعليمات لترخيص الخدمات المالية في بورصة عمان .

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3893113.3	51790.994	-.319	75.170	.000
	X	-98462.222	73243.526		-1.344	.198

من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 1.344- في حين بلغت مستوى الدلالة الإحصائية 0.198 و هي غير معنوية عند 0.05% مما يعني عدم وجود أثر لإصدار تعليمات الخدمات المالية على القيمة السوقية لبورصة عمان.

إختبار الفرضية المتعلقة بالتغيرات التنظيمية " المؤسسية "

إختبار الفرضية الرابعة :

تنص هذه الفرضية أن هناك أثر لإنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.835	.697	.678

a. Predictors: (Constant), X

يتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول السابق أن معامل الإرتباط R بين المتغير المستقل (إنشاء هيئة الأوراق المالية) و المتغير التابع (القيمة السوقية) بلغ 0.835 في حين بلغت قيمة معامل التحديد R2 (نسبة مايفسره المتغير المستقل في التغيرات الحاصلة في المتغير التابع) 69%، وهذا يعني أن التغيرات في القيمة السوقية بنسبة 31% ناتجة عن عوامل أخرى بخلاف إنشاء هيئة الأوراق المالية.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3317438.4	42709.620	.835	77.674	.000
	X	366162.67	60400.524		6.062	.000

من خلال نتائج التحليل الإحصائي الواردة في الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت6.06 في حين بلغت مستوى الدلالة الإحصائية 0.00 و هي معنوية عند 0.01% مما يعني وجود أثر لإنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية لبورصة عمان.

ثالثا : النتائج

1. وجود أثر لإصدار تعليمات إفصاح جديدة على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية و قد ظهر هذا الأثر عند مستوى الدلالة الإحصائية 5% حيث كان متوسط القيمة السوقية لبورصة عمان بعد إصدار تعليمات الإفصاح أكبر من متوسط القيمة السوقية قبل إصدار هذه التعليمات مما قد يدل أن هذه التعليمات ساعدت في نمو و تطور سوق عمان المالي.
2. تبين وجود أثر لإصدار تعليمات جديدة لإدراج الأوراق المالية على القيمة السوقية في بورصة عمان حيث أن متوسط القيمة السوقية لبورصة عمان بعد إصدار تعليمات الإدراج كان أقل من متوسط القيمة السوقية قبل إصدار تعليمات الإدراج و قد ظهر هذا الأثر عند مستوى الدلالة الإحصائية 0.01 .
3. وجود أثر لإنشاء هيئة الأوراق المالية على القيمة السوقية لبورصة عمان و قد ظهر هذا الأثر عند مستوى الدلالة الإحصائية 1% فقد كان متوسط القيمة السوقية بعد إنشاء الهيئة أكبر من متوسط القيمة السوقية قبل إنشاء الهيئة ، و تأتي هذه النتيجة منسجمة مع ما جائت به دراسات سابقة (باش 2008) .

و تاتي هذه النتائج مسايرة لما جائت به دراسة (الفيومي 2003) التي أظهرت أن التطورات التشريعية التي شهدها سوق عمان المالي كان لها أثر على بورصة عمان للأوراق المالية .

4. تبين عدم وجود أثر لإصدار تعليمات الخدمات المالية على القيمة السوقية لبورصة عمان فقد كان متوسط القيمة السوقية لبورصة عمان بعد إصدار هذه التعليمات أقل من متوسط القيمة السوقية قبل إصدار هذه التعليمات مما يدل أن هذه التعليمات لم تساعد في تطور السوق و تأتي هذه النتيجة منسجمة مع ما جاءت به دراسات سابقة اجريت في الدول العربية (حسين احمد و زياد الفيصل 2003) و مختلفة مع الخلفية النظري لطبيعة الدور الذي يجب أن تقوم به شركات الخدمات المالية في مجال تطوير سوق المال.

يرى الباحث انه ليس من وظائف أو أهداف إدارة السوق العمل على زيادة أسعار الأسهم أو القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال إصدار التشريعات أو إنشاء المؤسسات الرقابية على

السوق إلا أن مثل هذه التشريعات و المؤسسات قد تكون ساهمت في تـوفير حمايـة أكبـر للمستثمر بالتالي زيادة ثقة المستثمر في السوق و قد تكون إستطاعت أن توفر منـاخ ملائـم لتلاقي وحدات عرض الأموال مع وحدات الطلب على هذه الأموال بالتالي تعزيز الإسـتثمار بالسوق مما إنعكس ايجابا على القيمة السوقية لبورصة عمان للأوراق المالية.

رابعا : التوصيات

إستناداً الى النتائج التي تم التوصل لها من خلال هذه الدراسة فإن الباحث يقترح مجموعة من التوصيات التي من الممكن أن يكون لها دور في في تطور و زيادة نشاط البورصة.

1. زيادة رقابة هيئة الأوراق المالية على شركات الخدمات المالية من خلال التأكـد مـن مدى تقيد هذه الشركات بالتعليمات و التشريعات الصادرة عن مجلس مفوضية هيئـة الأوراق المالية.
2. يوصي الباحث هيئة الأوراق المالية أن تسن تشريعات تـسمح لـشركات الخـدمات المالية أن تكون صانعة للسوق سواء على مستوى ورقـة ماليـة أو مجموعـة مـن الأوراق الى جانب دورها التقليدي في تقديم الخدمات المالية الحالية .

3. الإستمرار في إصدار تشريعات منظمة للسوق لما لها من أثر ايجـابي علـى القيمـة السوقية لبورصة عمان، على أن تكون هذه التشريعات مرتبطة بمعايير لقياس مـدى إلتزام الجهات الخاضعة لهذه التشريعات بتطبيق هذه التشريعات فقد أظهرت النتائج أن عدد من التشريعات الجديدة لم يكن لها أثر على القيمة السوقية للبورصة بالرغم مـن إنسجام هذه التشريعات من الممارسات العالمية.
4. يوصي الباحث بدراسة أثر التغيرات التشريعية و التنظيمة في سـوق عمـان علـى مؤشرات أخرى مثل أحجام التداول و عدد الأسهم المتداولة.

المراجع العربية :

الكتب :

1. احمد عبداللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، القاهرة ، 1994
2. جمعة عباد و اسماعيل الطراد ، التشريعات المالية و المصرفية في الأردن ، الطبعة الرابعة ، دار وائل، عمان 2009
3. حنان رضوان ، نظرية المحاسبة ، مديرية المطبوعات الجامعية ، حلب ، 1991
4. رسمية ابو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ،دار المعتز للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى ، عمان ، 2005
5. رشا العصار و هشام شاهين ، تشريعات مالية و مصرفية ، دار البركة للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى ، عمان 2001
6. رمزي ماضي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لسنة 1997 ، الطبعة الاولى ، دار وائل ،عمان 1997
7. السيد البدوي عبدالحافظ ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي ، القاهرة
8. السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، القاهرة ،2010
9. ضياء مجيد ، البورصات أسواق رأس المال و ادواتها الأسهم و السندات ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2005
10. طارق حماد ، التحليل الفني و الاساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الطبعة الاولى، الاسكندرية ، 1998
11. عبدالغفار حنفي و رسمية قرياقص،أسواق المال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية ، 2003
12. عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية : البورصة ، دار اسامة للنشر ، الطبعة الاولى، عمان ، 2008
13. محمد الحناوي و جلال العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ،2002
14. محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ، عمان –الاردن 1999

15. ممدوح ارشيدات ، محاضرات في التشريعات المالية و المصرفية ، الطبعة الاولى ، دار الخليج للنشر و التوزيع ، عمان ، 2001

16. منير ابراهيم هندي، سلسلة الاسواق المالية (2) الاسواق الحاضرة و المستقبلية أسواق الأوراق المالية و أسواق الاختيار و أسواق العقود المستقبلية ، المؤسسة العربية المصرفية ، الاسكندرية ، 1998

17. هوشيار معروف ، الإستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى، عمان ، 2001

18. وليد الحيالي ، المحاسبة المتوسطة–مشاكل القياس و الإفصاح المحاسبي ، دار حنين ، عمان

المقالات العلمية :

1. ايمن عزت الميداني " أسواق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية " المجلة العربية للإدارة ، العدد 3 ،ص117
2. ثائر قدومي، "أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية و أداء بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة البلقاء للبحوث و الدراسات، المجلد 11 ،العدد 2 ، جامعة العلوم التطبيقية ،2006،ص– ص ،73–118
3. جواد حديد ،"صناع السوق في بورصات الأوراق المالية " مجلة المصارف العربية ، المجلد 14 ، العدد 161 ، 1994 ، ص–ص 55–70
4. حسين احمد و زياد الفيصل،" الافاق المستقبلية لتطوير أسواق المال في الوطن العربي " ، افاق إقتصادية ، المجلد 24، العدد96 ،مركز البحوث و التوثيق ، 2003، ص–ص 41–59
5. حمدي زعرب" إختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني" بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الاول الجامعة الاسلامية 8–9 مايو 2005
6. دريد ال شبيب و عبدالرحمن الجبوري " أهمية تطوير هيئة رقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي " بحث مقدم لمؤتمر العلمي الرابع الريادة و الابداع المنعقد بكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة فيلادلفيا 2005

7. رتاب خوري و مسعود بالقاسم ،" أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على اسعار أسهم و حجم التداول للشركات المساهمة العامة الأردنية " ، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال ، المجلد 2 ، العدد2 ، 2006،ص-ص

8. زياد رمضان ،" تقويم سوق عمان المالي داخليا(نطاق العمل ' الوظائف و الفعاليات ' مستوى الكفاءة "، مجلة العلوم الاجتماعية ،المجلد 15، العدد 3 ،الجامعة الأردنية ، 1987 ، ص-ص 229-257

9. زياد رمضان ،"سوق عمان المالي الى اين"، مجلة العلوم الاجتماعية ، المجلد 14 ، العدد 1، 1986، ص-ص 35-69

10. علا العياشي و يوسف البختي ،" استراتيجية تنشيط البورصة و تنمية سوق الرساميل بالمغرب" ، منشورات اتحاد المصارف العربية، استرتيجيات تنشيط البورصات العربية و الربط بينا ، بيروت ، 1994،ص-ص 42-51

11. علي مقابلة و سمير برهومة " كفاءة سوق عمان المالي -قطاع البنوك و الشركات المالية " مجلة الإدارة العامة ،المجلد 41 ،العدد 4 ،،جامعة اليرموك ،2002 ، ص-ص 747-774

12. محمد ابونصار و علي ذنيبات ،" أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية و مدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية " مجلة دراسات العلوم الإدارية ، الجلد 32 ، العدد 1 ، 2005

13. نضال احمد فيومي، " أثر خصائص الأسواق الناشئة على إختبارات الكفاءة "، دراسات العلوم الإدارية ،المجلد 30 ،العدد 2 ، الجامعة الأردنية ،2003،ص - ص 322-340

الرسائل الجامعية :

1. محمد باش، " أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق " رسالة ماجستير غير

منشورة ، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية ، جامعة اليرموك ، اربد ، 2008

2. مدحت عبداللطيف الزبيدي، "أثر الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على قرار المستثمرين في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية ، جامعة اليرموك، اربد، 2006

المواقع الإلكترونية و المنشورات و التقارير الصادرة عن المؤسسات الرسمية :

1. التقارير السنوية الاول و الثاني و الثالث و الرابع لهيئة الأوراق المالية الصادرة في السنوات 1999 و 2000 و 2001 و 2002 على التوالي
2. المملكة الأردنية الهاشمية " قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 76 لسنة 2002 المنشور في الجريدة الرسمية بتاريخ 2002/12/31
3. المملكة الأردنية الهاشمية " قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 " المنشور في الجريدة الرسمية عدد رقم 4204 الصادرة بتاريخ 1997/5/15
4. الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية www.sdc.com.jo
5. الموقع الإلكتروني للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق المالwww.IOSCO.org
6. الموقع الإلكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية www.ase.com.jo
7. الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية www.jsc.gov.jo
8. النشرات الإحصائية الشهرية لبورصة عمان اعداد متفرقة
9. نشرة صادرة عن هيئة الأوراق المالية بعنوان " تعليمات إفصاح الشركات المصدرة و المعايير المحاسبية و معايير التدقيق"

المراجع الأجنبية

الكتب

1. Gitman, J . Lawrence . Principles of Managerial Finance , Eleventh Edition , Pearson Education , 2006
2. Ross , Money and Capital Markets, Third Eidition , Blackwell,1996
3. Weston , J . Fred, Besley , Scott, and Brigham, F ., Essential of Managerial Finance, Eleventh Edition , the Dryden Press 1996

المقالات العلمية

1. Black, Bernard S., "The Role of Self-Regulation in Supporting Korea's Securities Markets", Journal of Korean Law, Vol. 3, 2003. Available at SSRN: http://ssrn
2. Karmel, Roberta S.," The Case for A European Securities Commission". Columbia Journal of Transnational Law, Fall 1999. Available at SSRN: http://ssrn.com
3. Kein, Alar,." Development of Capital Market and its Institutions in Estonia" , Journal of Banking and Finance , Vol 4, No 7, 2007,p-p 112-140
4. Kibuthu Wambui " Capital Market in Emerging Economies : Case Study of the Nairoi Stock Exchange" www.fletcher.tufts.edu
5. Liu, Tung., Santoni, Gary., and Stone, Courtenay .," Federal Secutities Regulation and Stock Market Returns" , Journal of Law and economic , vol. 24 , No. 3,2005,p-p 613-675.
6. Rayhorn, Charles , Hassan, M. Kabir, Yu, Jung-Suk and Janson, Kenneth R.," Emerging Market Efficiencies: New Zealand's Maturation Experience in the Presence of Non-Linearity, Thin Trading and Asymmetric Information". International Review of Finance, Vol. 7, Issue 1-2, pp. 21-34, March/June 2007
7. Siriopulos, Costas, R. Tsotsos , and S.karagianni , "The Impact of Non Linearity , thin Trading and Regulatory Changes in The Efficiency of An Emerging Market" , The Journal of Applied Business Research , Vol. 17, NO. 6, 2001, p-p 81-92.

8. Suzanne G.M. Fifielda,, Juliana Jetty,"Further evidence on the efficiency of the Chinese stock markets", Research in International Business and Finance , 22 ,2008, p-p 351-361.

Abstract

The Effects of Regulatory and Legislative Changes on Market Capitalization for Amman Stock Exchange

Prepared by :

Mohammad Alshboul

Supervised by :

Mahmmod Jradat

Unlike most previous studies in this field, and in order to explain the effect of legislative and regulatory changes on market capitalization in Amman stock exchange , the researcher has explained the effect for each legislative or regulatory changes a part to spacify the most effective legislative and regulatory changes on market capitalization of securities .

This study aimed to explain the effect of legislative and regulatory changes (establishing Jordan securities commission and issuing instruction to authorize the activities of market intermediaries and broker , instruction of disclosure and instruction of of listing securities) that Amman stock exchange on market capitalization for securities listed in Amman stock exchange . This study depended on analyzing simple regression. In order to explain this effect , we enserted dummy variable expressing issuing these legislations and establishing Jordan securities commission . these variable have been expressed by aquantative way that this variable would take (0) befor issuing the legislations and (1) value aftar issuing .

The results of study have shown that there is inequality in the effect of legislative and regulatory changes on market capitalization of Amman stock exchange. With regard to legislative changes and new instructions to listed securities in Amman stock exchange in specific, the results have shown that these instructions have a effect on market capitalization for

Amman stock exchange this effect was at the level of statistical function 0.05 . and with regard to issuing new instructions for disclosure , the statistical test have shown that issuing these instructions had a effect with statistical function on a market capitalization for Amman stock exchange. But with regard to issuing instructions to authorize the activities of market intermediaries and brokers , the results showed that these instructions had not effect on market capitalization.

On another hand , with regard to regulatory changes and establishing the Jordan securities commission in specific , the results showed that establishing the commission had a effect with statistical function on market capitalization for Amman stock exchange.